EMPLOYEE OWNERSHIP
PERSONNEL MANAGEMENT

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

DISERTASI

PENGARUH KEPEMILIKAN SAHAM MANAJEMEN DAN FAKTOR FUNDAMENTAL PERUSAHAAN AKUISITOR TERHADAP METODE PEMBAYARAN AKUISISI DAN PEMILIHAN JENIS AKUISISI SERTA KINERJA SAHAM JANGKA PANJANG PERUSAHAAN AKUISITOR PUBLIK DI BURSA EFEK JAKARTA PASCA AKUISISI

Dis E 08/07
Bud
P

DJONI BUDIARDJO

PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA
2006

MILIK PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA SURABAYA

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

PENGARUH KEPEMILIKAN SAHAM MANAJEMEN DAN FAKTOR FUNDAMENTAL PERUSAHAAN AKUISITOR TERHADAP METODE PEMBAYARAN AKUISISI DAN PEMILIHAN JENIS AKUISISI SERTA KINERJA SAHAM JANGKA PANJANG PERUSAHAAN AKUISITOR PUBLIK DI BURSA EFEK JAKARTA PASCA AKUISISI

DISERTASI

Untuk Memperoleh Gelar Doktor
Dalam Program Studi Ilmu Ekonomi
Pada Program Pascasarjana Universitas Airlangga
Telah dipertahankan di hadapan
Panitia Ujian Doktor Terbuka
Pada Hari : Kamis
Tanggal : 14 September 2006
Pukul 10.^{00} WIB

Oleh :

DJONI BUDIARDJO
NIM : 090013790 D

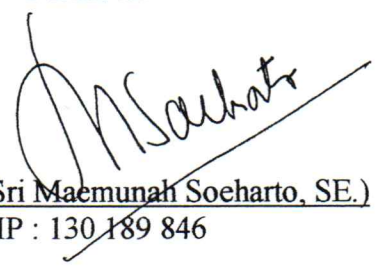
IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

DISERTASI INI TELAH DISETUJUI

TANGGAL 15 November 2006

Oleh

Promotor



(Prof. Dr. Hj. Sri Maemunah Soeharto, SE.)
NIP : 130 189 846

Ko-Promotor

(Prof. Dr. Hj. Setyaningsih, SE.)
NIP : 130 611 678

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

LEMBAR PENETAPAN PANITIA PENGUJIAN DISERTASI

Telah diuji pada

Tanggal 26 Juli 2006

PANITIA PENGUJI DISERTASI

Ketua : Prof. Dr. H. Effendie, SE

Anggota :
1. Prof. Dr. Hj. Sri Maemunah Soeharto, SE
2. Prof. Dr. Hj. Setyaningsih, SE
3. Prof. Dr. H. Sarmanu, drh., MSc
4. Prof. Dr. H. Soebandi, SE., Ak.
5. Prof. Dr. H. Amiruddin Umar, SE.

Ditetapkan dengan Surat Keputusan
Rektor Universitas Airlangga Surabaya
Nomor: 5493 / J.03 / PP / 2006
Tanggal 4 Agustus 2006

UCAPAN TERIMAKASIH

Puji syukur saya panjatkan kehadirat Allah SWT yang telah memberi kekuatan lahir dan batin sehingga disertasi ini dapat diselesaikan. Saya menyadari bahwa hanya berkat dukungan banyak pihak, sehingga saya dapat menyelesaikan disertasi ini. Pada kesempatan ini saya mengucapkan terima kasih dan penghargaan setinggi-tingiinya kepada:

Prof. Dr. Hj. Sri Maemunah Soeharto, SE., Guru Besar Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga selaku promotor yang dengan penuh perhatian dan kesabaran telah memberikan bimbingan, saran dan motivasi sampai dengan selesainya disertasi ini.

Prof. Dr. Hj. Setyaningsih, SE., Guru Besar Fakultas Ekonomi Universitas Tujuh Belas Agustus Surabaya, selaku ko-promotor yang telah meluangkan waktunya untuk berdiskusi, memberikan pengarahan dan mendorong semangat saya untuk dapat menyelesaikan disertasi ini.

Prof. Dr. H. Fasich, Apt., sebagai Rektor Universitas Airlangga, yang memberi kesempatan kepada saya untuk mengikuti pendidikan S-3 di Program Pascasarjana Universitas Airlangga.

Prof. Dr. Muhamad Amin, dr., Direktur Program Pascasarjana Universitas Airlangga, Prof. Dr. Laba Mahaputra, drh., M.Sc., Assisten Direktur Bidang Akademik dan Dr. Sunaryo, dr., Assisten Direktur Bidang Keuangan beserta seluruh staf dan karyawan Program Pascasarjana Universitas Airlangga yang telah memberi bantuan moril dan materiil sehingga selesainya studi S-3 saya ini.

Prof. Dr. H. Effendie, SE., sebagai Ketua Program Studi Ilmu Ekonomi yang dengan tulus ikhlas membimbing dan mengarahkan secara prosedural pada keseluruhan proses pendidikan di Program Pascasarjana Universitas Airlangga.

Prof Dr. H. Suroso Imam Zadjuli, SE., sebagai Guru Besar Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga, yang mendorong dan memotivasi saya untuk melanjutkan pendidikan Doktor di Program Pascasarjana Universitas Airlangga.

Para staf pengajar Program Doktor di Program Pascasarjana Universitas Airlangga, yang banyak memberikan bekal dan memberikan pengarahan selama studi S-3 antara lain Prof. Dr. Parwoto Wignjohartojo, SE., Ak., Prof. Budiman Christiananta, MA., PhD., Prof. Dr. Arsono Laksmana, SE., Ak., Prof. Dr. Hj. Setyaningsih, SE., Prof. Dr. IBM Santika, SE., Prof Dr. V. Henky Supit, SE., Ak., Prof. Dr. Imam Syakir, SE., Prof. Dr. H. Umar Nimran, Prof. Dr. Kunto Wibisono, Dr. H. Muslich Anshori, Drs. Sri Gunawan, DBA., Prof Dr. H. Sarmanu, drh., MS., Dr. H. Harry Susanto, SE., Dr.PH. Kuntoro, MD., MPH., dan. Prof. Dr. H.M. Sjafii Idrus.

H.Karjadi Mintaroem, Drs.Ec., M.Si., sebagai Dekan Fakultas Ekonomi yang selalu mendorong setiap saat tanpa bosan dan memberi bantuan moril dan materiil sehingga selesainya studi saya di Program Doktor ini. Tanpa dorongan dan bantuan tersebut rasanya sangat berat untuk melanjutkan dan menanggung beban studi S-3 ini.

Prof. Dr. H. Amiruddin Umar, SE., sebagai Guru Besar Fakultas Ekonomi yang merupakan sejawat saya semasa masih di SMA Sidoarjo, kemudian menjadi sejawat sewaktu kuliah S1, dan menjadi sejawat dosen di Fakultas Ekonomi, dan sebagai Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga, yang banyak membantu dalam proses penyelesaian disertasi ini, terutama melalui Program TPSDP jurusan Manajemen 2005.

H. Soeratman, Ir. dan H. Sugiat, Drs. Ak., sebagai Ketua dan Sekretaris IKOMA Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga , yang sangat banyak membantu secara moril dan materiil terutama pendanaan selama studi S-3 berlangsung, sampai dengan selesainya studi ini.

Windijarto Drs. MBA, sebagai Ketua Lembaga Pengembangan Manajemen dan Bisnis Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga beserta seluruh staf LPMB yang selalu membantu secara moril dan materiil selama proses studi S-3.

Rekan-rekan angkatan tahun 2000 antara lain Widi Hidayat, SE Ak., MSi., Dr. Djoko Mursinto, MEc., Suharto, SE., MM., Minto Ir., MSi., Dr. Ria Mardiana SE. M.Si., Sedianingsih, SE., MSi., Sri Kusreni, MSi, Drs. Muslimin, MSi., Dr. Anis Elyana, SE., M.Si., Dr. Sahir Natsir, SE., M.Si., Bintoro, SE., MM. dan Drs.Ec. Sukarnoto, yang selama studi selalu *sharing* dalam segala hal dan masih saling kontak satu sama lain merupakan teman sejawat yang senantiasa saling memberi semangat.

Ayahanda Ramelan Martosoedarmo almarhum, ibunda Soewarni almarhumah, ayahanda mertua R. Gunung Soemargo almarhum, dan Ibunda mertua Erlina yang telah memberikan kasih sayang, membimbing dan memberi panutan dalam kehidupan berkeluarga sangat berperan dalam menempuh studi saya sampai sekarang.

Isteriku, Endah Laksitowati dan anak-anakku tercinta, Dhita, Aryo dan Devi, serta keponakanku Dhani, yang dengan sabar menunggu studi bapaknya yang lama selesainya dan ikut mendoakan supaya cepat selesai, terima kasih atas kesabarannya.

Akhir kata, dari lubuk hati yang paling dalam saya berdoa semoga Allah SWT memberi balasan yang baik kepada semua pihak yang telah membantu selesainya disertasi ini, dan semoga berkah, rahmat dan hidayah-Nya selalu melingkupi kita semua, Amin.

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

RINGKASAN

PENGARUH KEPEMILIKAN SAHAM MANAJEMEN DAN FAKTOR FUNDAMENTAL PERUSAHAAN AKUISITOR TERHADAP METODE PEMBAYARAN AKUISISI DAN PEMILIHAN JENIS AKUISISI SERTA KINERJA SAHAM JANGKA PANJANG PERUSAHAAN AKUISITOR PUBLIK DI BURSA EFEK JAKARTA PASCA AKUISISI

Studi ini bertujuan untuk mengetahui apakah kepemilikan saham manajemen perusahaan akuisitor, yang publik di Bursa Efek Jakarta dan melakukan akuisisi pada periode 1995 - 2000, mempengaruhi cara pembayaran akuisisi. Mengikuti penelitian Amihud, *et al.*, (1990), Walter dan Walker (1996) dan Yook, *et al.*, (1999), studi ini mendasarkan pada hipotesis bahwa ada hubungan signifikan antara kepemilikan saham manajemen dengan metode pembayaran akuisisi, di mana kepemilikan saham manajemen yang tinggi cenderung melakukan pembayaran akuisisi dengan kas, karena ada kekhawatiran terjadinya *dillution of control* dan sebaliknya kepemilikan manajemen yang rendah cenderung melakukan pembayaran akuisisi dengan saham.

Mengikuti penelitian Jensen (1986), Martin (1996) dan Yook, *et al.*, (1999), bahwa faktor fundamental perusahaan akuisitor sebelum melakukan akuisisi, meliputi variabel-variabel yaitu *free cash flow, financial leverage, sustainable growth, relative firm size* dan *market to book value* diperkirakan mempengaruhi cara pembayaran akuisisi dengan kas atau saham. Analisis regresi logit digunakan untuk mengetahui pengaruh faktor fundamental tersebut terhadap metode pembayaran akuisisi.

Mengikuti Loughran dan Vijh,(1997), Mitchel dan Stafford (2000) dan Shleifer dan Vishny (2003) yang meneliti kinerja saham dalam jangka panjang setelah akuisisi, menyatakan bahwa rata-rata perusahaan yang melakukan sepenuhnya *stock merger* mendapatkan *negative excess return* yang signifikan, sedangkan perusahaan yang melakukan *cash tender offers* mendapatkan *positive excess return* yang signifikan, dan pemegang saham perusahaan akuisitor secara keseluruhan mengalami *negative stock return* walaupun tidak signifikan. Studi ini juga mencari jawaban atas kinerja saham jangka panjang perusahaan akuisitor pasca akuisisi di Indonesia.

Pada sisi lain dalam studi ini, pemilihan jenis akuisisi yaitu praktik akuisisi internal dan akuisisi eksternal dikaitkan dengan masalah kepemilikan saham manajemen, faktor fundamental perusahaan akuisitor dan kinerja saham jangka panjang pasca akuisisi. Akan tetapi dalam studi ini referensi penelitian terdahulu sulit didapat, karena praktik akuisisi internal tidak umum di Amerika, di mana kebanyakan referensi studi ini dari sana.

Hasil uji model 1, yaitu dengan menggunakan *Chi-Square Test*, menunjukkan bahwa kepemilikan saham manajemen tidak mempengaruhi cara pembayaran akuisisi dan juga tidak mempengaruhi jenis akuisisi internal ataukah akuisisi eksternal. Ini berarti bahwa dominasi manajemen perusahaan akuisitor dan *group*-nya cenderung memilih metode pembayaran akuisisi dan memilih jenis akuisisi internal atau eksternal tergantung pada kepentingan *group*-nya, sehingga teori agensi yang hanya mementingkan prinsipal dan agen seharusnya diperluas

menjadi teori stakeholder dalam tujuannya untuk melindungi pemegang saham minoritas.

Hasil uji model 2, yaitu dengan menggunakan Analisis Regresi Logistik, menunjukkan bahwa; 1) *relative firm size* secara parsial, dan *non-linear* mempengaruhi cara pembayaran perusahaan akuisitor dengan kas atau dengan saham, dimana semakin tinggi *relative firm size* perusahaan target akan menurunkan probabilitas pembayaran akuisisi dengan menggunakan kas, dengan tingkat keyakinan $\alpha = 5\%$ dan sig. t = 0,048, 2) dari semua variabel fundamental perusahaan akuisitor yang diteliti ternyata tidak ada yang berpengaruh signifikan terhadap pemilihan jenis akuisisi internal atau akuisisi eksternal. Dapat disimpulkan bahwa perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal atau akuisisi eksternal tidak mempunyai pola tertentu ditinjau dari sudut faktor fundamental perusahaan akuisitor yang diteliti.

Hasil penelitian model 3, yaitu menggunakan *independent sample test* untuk membedakan rata-rata *CAR* dari dua kelompok yang berbeda menunjukkan bahwa; 1) ada perbedaan signifikan antara rata-rata *CAR* perusahaan akuisitor yang melakukan pembayaran akuisisi dengan kas dan saham, dimana perusahaan akuisitor yang membayar dengan saham, kinerja rata-rata *cumulative abnormal return*-nya lebih baik, dengan tingkat keyakinan sig. t = 0,000, 2) tidak ada perbedaan signifikan antara rata-rata *CAR* perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dan yang melakukan akuisisi eksternal, dan 3) tidak ada perbedaan signifikan antara rata-rata *CAR* perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas dan saham, 4) ada perbedaan signifikan antara rata-rata *CAR* perusahaan–perusahaan akuisitor dan perusahaan-perusahaan publik dalam industri sejenis yang tidak melakukan akuisisi, dimana perusahaan publik yang tidak melakukan akuisisi, rata-rata *CAR*-nya lebih baik, dengan tingkat keyakinan sig. t = 0,000.

Temuan studi ini mendukung teori yang menyatakan bahwa bagi pemegang saham perusahaan akuisitor, akuisisi meningkatkan sedikit pendapatan sahamnya, sedangkan sebagian lagi menyatakan tidak ada peningkatan sama sekali dan cenderung memberikan pendapatan yang negatif, Loughran dan Vijh, (1997). Di sisi lain hasil studi ini berbeda dengan temuan Yook, *et al.*, (1999), yang menyatakan bahwa jika perusahaan target secara relatif lebih besar dibanding perusahaan akuisitor, maka akuisisi cenderung dilakukan dengan pembayaran kas. Selanjutnya temuan studi ini juga berlawanan dengan temuan Loughran dan Vijh,(1997), Mitchel dan Stafford (2000), dan Shleifer dan Vishny (2003) yang menyatakan bahwa kinerja tingkat pengembalian saham jangka panjang yang mengikuti pembayaran kas dalam akuisisi akan menghasilkan *positive return*, sedangkan yang mengikuti pembayaran dengan saham akan menghasilkan *negative return*. Temuan baru dalam studi ini adalah bahwa akuisisi internal tidak selalu merugikan pemegang saham minoritas, karena sebenarnya kinerja saham jangka panjang setelah akuisisi antara perusahaan akuisitor yang memilih akuisisi internal dan akuisisi eksternal secara statistik sama. Pernyataan ini melunakkan pendapat Kwik (1998: 40) bahwa ada kecurigaan atas praktik akuisisi internal, karena mayoritas pemegang saham perusahaan akuisitor dan perusahaan target adalah pemegang saham dari *group* yang sama.

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

SUMMARY

The Effect of Managerial Stock Ownership and Fundamental Factor of the Acquiring Firms on the Method of Payment in Acquisition and on the Choosing of the Type of Acquisition, and the Long-term Stock Performance of the Public Acquiring Firms in Jakarta Stock Exchange After the Acquisition.

The objective of this study is to explore the effect of the managerial stock ownership of the acquiring firms, which have had go public at Jakarta Stock Exchange in period of 1995-2000, on the method of payment. Following Amihud, et al., (1990), Walter and Walker (1996) and Yook, et al., (1999), this study is based on the hypothesize that there is a significant effect of managerial stock ownership on the method of payment, in which the higher of managerial stock ownership tend to pay with cash in acquisition, because there is a worry about control dilution, and on the other hand the lower managerial stock ownership tend to pay with stock in acquisition.

Following Jensen (1986), Martin (1996) and Yook, et al., (1999), that fundamental factor of acquiring firms include of some variables, i.e. free cash flow, financial leverage, sustainable growth, relative firm size and market to book value are hypothesized have an effect on the method of payment with cash or stock. Logistic regression analysis is used as a tool for analyzing the effect of those variables on the method of payment in acquisition.

This study is also looking for the answer of the long-term stock performance of the acquiring firms after the acquisition in Indonesia. Based on the studies of Loughran and Vijh,(1997), Mitchel and Stafford (2000), and Shleifer and Vishny (2003) that investigate the long-term stock return of the acquiring firms after the acquisition, which state that the acquiring firms that complete stock mergers earn significantly negative excess returns, whereas firms that complete cash tender offers earn significantly positive excess returns, and all stock holders who hold on the acquiring firms stock will receive negative return, but non-significant.

On the other side of this study, the choosing of the type of acquisition that are the practice of internal acquisition and external acquisition are connected to managerial stock ownership, fundamental factor of the acquiring firms and long-term stock performance after the acquisition. However in this study, the reference of internal and external acquisition in practice is hardly to get, because internal acquisition practices is not common in America, where many of the references of this study are coming from there.

The result of model 1, which using *Chi-Square Test*, states that managerial stock ownership did not have an effect on the method of payment in acquisition, and also did not have an effect on the choice of the type of acquisition. These are implying that the dominance of acquiring firm's management with its group tends to choose the method of payment and the type of acquisition depend on their group's interest, so that the agency theory which only regards for the sake of the principle and the agent should be extended to the stakeholder theory in order to protect the minority stockholders.

The result of model 2, which using logistic regression analysis, states that; 1) relative firm size partially have a significantly effect to the method of payment with cash or stock, in which the increasing of the relative firm size of the target firms tend to decrease the probability to pay the target firm with cash, with level of significance $\alpha = 5\%$, and sig. t = 0,028, 2) all fundamental variables explored had no effect to the choosing of the type of acquisition with internal acquisition or external acquisition. It implies that the acquiring firms had no certain pattern in choosing the type of acquisition either internal acquisition or external acquisition, from the side of the fundamental factor of the acquiring firms explored.

The result of model 3, which using independent sample test to differentiate the average of CAR of two different groups indicate that; 1) there was a significantly difference between the average of CAR of the acquiring firms which paid the target firm with cash and with stock, in which the acquiring firm that paid the target firm with stock, had the better performance, with level of significant $\alpha = 5\%$, and sig. t = 0.000, 2) there was an insignificantly difference between the average of CAR of the acquiring firms which did internal acquisition and external acquisition, 3) there was an insignificantly difference between the average of CAR of the acquiring firms which did internal acquisition with cash payment and with stock payment, and 4) there was a significantly difference between the average of CAR of the acquiring firms and the public firms in the same industry which did not acquire another firm, in which non-acquiring firms had the better performance, with level of significant $\alpha = 5\%$, and sig. t = 0.000.

This research's findings support the theory which state that for the stock holder of the acquiring firms, acquisition tend to increase just a little of their stock return, and part of them state that it will have no stock return at all and even it tend to have a negative stock return, Loughran and Vijh (1997). On the other hand the result is different from the finding of Yook, et al., (1999) which states that if the acquiring firm relatively smaller than the target firm, then the acquiring firm tend to acquire with cash. Further more the findings also opposed to Loughran and Vijh,(1997), Mitchel and Stafford (2000), and Shleifer and Vishny (2003), which state that long-term stock return performance that follow cash payment in acquisition will have positive return, while stock payment in acquisition will have negative return. The new invention of this study states that internal acquisition is not always losing the minority stock holders, because actually the long-term stock return after the acquisition between the acquiring firms that doing internal acquisition and external acquisition are the same statistically. This statement is to moderate Kwik's (1998: 40) opinion that there is a suspicion to internal acquisition practice, because the majority of the stockholders of the acquiring firms and of the target firms are the same group of stockholders.

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

ABSTRACT

The Effect of Managerial Stock Ownership and Fundamental Factor of the Acquiring Firms on the Method of Payment in Acquisition and on the Choosing of the Type of Acquisition, and the Long-term Stock Performance of the Public Acquiring Firms in Jakarta Stock Exchange After the Acquisition.

This study explores the relation between the managerial stock ownership, the fundamental factor of the acquiring firms i.e., free cash flow, financial leverage, sustainable growth, relative firm size and market to book value, the method of payment in acquisitions i.e. with cash or stock payment, the choosing of the type of acquisition i.e. internal or external acquisition and the long-term stock performance after the acquisition for the public acquiring firms that conducted acquisitions in Indonesia, between 1995 and 2000. Forty eight acquiring firms and thirty non acquiring firms in the same industry are participated in this study.

The results indicate that: 1) Contingency table analysis performed in this study finds that there is no systematic relation between the structure of managerial stock ownership and the method of payment in acquisition, and also between the structure of managerial stock ownership and the choice of the type of the acquisition. These imply that the dominance of acquiring firm's management with its group tends to choose the method of payment and the type of acquisition depend on their group's interest, so that the agency theory which only regards for the sake of the principle and the agent should be extended to the stakeholder theory in order to protect the minority stockholders. 2) From logistic analysis shows that the probabilities to pay with cash in acquisition significantly decrease when the target firm sized increased. 3) Using independent sample t test indicates that: a) there is significantly difference between the averages of three years CAR of the acquiring firms that pay with cash and stock in acquisition, but the stock payment was the better. b) There is non-significantly difference between the average of three years CAR of the acquiring firms that choosing the internal acquisition and the external acquisition. c) There is non-significantly difference between the average of three years CAR of the acquiring firms that doing internal acquisition with cash payment and stock payment. These imply that internal acquisition not always making loss for the minority stockholders. d) There is significantly difference between the averages of three years CAR of the acquiring firms and the non-acquiring firms in the same industry, and the non-acquiring firms were the better. It implies that the majority of acquiring firms in Indonesia not adopt the efficiency and synergy theory of merger.

Keywords: acquiring firms, cash and stock payment in acquisition, internal acquisition, external acquisition, and CAR (cumulative abnormal return)

DAFTAR ISI

			Halaman
Halaman Sampul Depan			i
Halaman Sampul Dalam			ii
Lembar Prasyarat Gelar			iii
Lembar Pengesahan			iv
Lembar Penetapan Panitia Penguji Disertasi			v
Ucapan Terima Kasih			vi
Ringkasan			viii
Summary			x
Abstract			xii
DAFTAR ISI			xiii
DAFTAR TABEL			xvi
DAFTAR GAMBAR			xviii
DAFTAR LAMPIRAN			xix
BAB	1	PENDAHULUAN	1
	1.1	Latar Belakang	1
	1.2.	Rumusan Masalah	11
	1.3	Tujuan Studi	12
	1.3.1	Tujuan Umum	12
	1.3.2	Tujuan Khusus	12
	1.4	Manfaat Studi	14
BAB	2	TINJAUAN PUSTAKA	15
	2.1	Teori Agensi , Kepemilikan Saham dan Merger	15
	2.2	Teori Merger dan Akuisisi	17
	2.3	Pembelian *Assets* atau Pembelian Saham dalam Akuisisi dengan pembayaran Kas atau Penukaran Saham	21
	2.4.	Praktek Akuisisi di Indonesia	23
	2.4.1	Akuisisi Internal	26
	2.4.2	Akuisisi Eksternal	27
	2.5.	Hubungan Kepemilikan Saham Manajemen dengan Metode Pembayaran Akuisisi dengan Kas atau Penukaran Saham	29
	2.6	Hubungan Kepemilikan Saham Manajemen dengan Jenis Akuisisi Internal atau Akuisisi Eksternal	31
	2.7	Hubungan Strategi Pembayaran Akuisisi dan Jenis Akuisisi Internal atau Eksternal dengan Variabel Fundamental Perusahaan yang Mempengaruhinya	33
	2.7.1	*Free Cash Flow*	33
	2.7.2	*Financial Leverage*	35
	2.7.3	*Sustainable Growth*	36
	2.7.4	*Relative Firm Size*	38
	2.7.5	*Market to Book Value*	39

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

	2.8	Kinerja Jangka Panjang Pasca Akuisisi	41
	2.9	Penelitian Terdahulu	43
BAB	3	KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	56
	3.1	Kerangka Konseptual Penelitian	56
	3.2	Hipotesis	70
BAB	4	METODE PENELITIAN	72
	4.1	Rancangan Penelitian	72
	4.2	Populasi, Sampel dan Pengambilan Sampel	73
	4.3	Variabel Penelitian	74
	4.3.1	Klasifikasi Variabel	74
	4.3.2	Definisi Operasional Variabel	75
	4.4.	Instrumen Penelitian	82
	4.5	Prosedur Pengumpulan Data	82
	4.6.	Tehnik Analisis	82
	4.6.1	Model Analisis 1	82
	4.6.2	Pengujian Hipotesis 1 dan Hipotesis 2	83
	4.6.3	Model Analisis 2	85
	4.6.4	Pengujian Hipotesis 3, Hipotesis 4,	86
	4.6.5	Model Analisis 3	90
	4.6.6	Pengujian Hipotesis 5, Hipotesis 6, Hipotesis 7, dan Hipótesis 8	90
BAB	5	HASIL DAN ANALISIS PENELITIAN	96
	5.1.	Gambaran Umum Perusahaan Akuisitor	96
	5.2	Data Studi dan Deskripsi	97
	5.2.1	Perusahaan-perusahaan Akuisitor	97
	5.2.2	Kepemilikan Saham Manajemen dan Cara Pembayaran dalam Akuisisi	98
	5.2.3	Kepemilikan Saham Manajemen dan Jenis Akuisisi Internal dan Eksternal	99
	5.2.4	Faktor Fundamental yang Mempengaruhi Cara Pembayaran Akuisisi dan Jenis Akuisisi Internal dan Eksternal	100
	5.2.5	*Cumulative Abnormal Return* Perusahaan Akuisitor Tiga Tahun Pasca Akuisisi	105
	5.3	Analisis dan Hasil Studi	108
	5.3.1	Analisis Kepemilikan Saham dan Cara Pembayaran Kas dan Saham	108
	5.3.2	Analisis Kepemilikan Saham dan Akuisisi Internal dan Akuisisi Eksternal	109
	5.3.3	Analisis Pengaruh Faktor Fundamental terhadap Cara Pembayaran Akuisisi	109
	5.3.4	Analisis Pengaruh Faktor Fundamental terhadap Pemilihan Jenis Akuisisi Internal dan Akuisisi Eksternal	113

	5.3.5	Analisis Rata-rata *CAR* Perusahaan Akuisitor yang Melakukan Pembayaran Kas dan Saham	115
	5.3.6	Analisis Rata-rata *CAR* Perusahaan Akuisitor yang Melakukan Akuisisi Internal vs Akuisisi Eksternal	116
	5.3.7	Analisis Rata-rata *CAR* Perusahaan Akuisitor Yang Melakukan Akuisisi Internal dengan Membayar Kas vs Saham	118
	5.3.8	Analisis Rata-rata *CAR* Perusahaan-perusahaan Akuisitor dan Perusahaan perusahaan Lain dalam Industri Sama Yang Tidak Melakukan Akuisisi	119
BAB	6	PEMBAHASAN	122
	6.1	Hasil Temuan Penelitian	122
	6.1.1	Pengaruh Kepemilikan Saham Manajemen terhadap Metode Pembayaran Akuisisi	122
	6.1.2	Pengaruh Kepemilikan Saham Manajemen terhadap Jenis Akuisisi Internal dan Akuisisi Eksternal	123
	6.1.3	Pengaruh Faktor Fundamental terhadap Cara Pembayaran Akuisisi	125
	6.1.4	Pengaruh Faktor Fundamental Perusahaan Akuisitor terhadap Jenis Akuisisi Internal dan Akuisisi Eksternal.	127
	6.1.5	Perbedaan Rata-rata *CAR* antara Perusahaan Akuisitor yang Melakukan Pembayaran Kas dan Saham	129
	6.1.6	Perbedaan Rata-rata *CAR* antara Perusahaan Akuisitor yang Melakukan Jenis Akuisisi Internal dan Akuisisi Eksternal	131
	6.1.7	Perbedaan Rata-rata *CAR* antara Perusahaan Akusitor Yang Melakukan Akuisisi Internal dengan Pembayaran Kas dan Saham	132
	6.1.8	Perbedaan Rata-rata *CAR* antara Perusahaan-perusahaan Akusitor dan Perusahaan-perusahaan Lain Dalam Industri Sama Yang Tidak Melakukan Akuisisi	133
	6.1.9	Ringkasan Hasil Temuan	135
	6.2	Implikasi hasil penelitian	137
	6.2.1	Perspektif Teori	137
	6.2.2	Perspektif Praktik	141
	6.3	Keterbatasan Penelitian	144
BAB	7	PENUTUP	146
	7.1	KESIMPULAN	146
	7.2	SARAN	151
		DAFTAR PUSTAKA	154

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

DAFTAR TABEL

		Halaman
Tabel 1.1	Perusahaan Akuisitor, Perusahaan Target dan Nilai Transaksinya 1991-1999	2
Tabel 2.1	Ringkasan Peneliti, Topik Penelitian dan Hasil Penelitiannya	53
Tabel 4.1	Tabel Analisis Kontingensi 1	82
Tabel 4.2	Tabel Amalisis Kontingensi 2	83
Tabel 5.1	*Cross Tabulation* Kepemilikan Saham dan Cara Pembayaran Akuisisi	99
Tabel 5.2	*Cross Tabulation* Kepemilikan Saham, Akuisisi Internal dan Eksternal	100
Tabel 5.3	*Descriptive Statistics Ln_FCF*	101
Tabel 5.4	*Descriptive Statistics LEV*	102
Tabel 5.5	*Descriptive Statistics SUSG*	103
Tabel 5.6	*Descriptive Statistics F_Size*	103
Tabel 5.7	*Descriptive Statistics MBV*	104
Tabel 5.8	*Descriptive Statistics CAR*_KAS , dan *CAR*_SHM	105
Tabel 5.9	*Descriptive Statistics CAR*_INT dan *CAR*_EKS	106
Tabel 5.10	*Descriptive Statistics CAR INT_KAS vs CAR INT_SHM*	107
Tabel 5.11	*Descriptive Statistics CAR AKUIST dan CAR NON_AKUIST*	107
Tabel 5.12	*Chi-Square Tests* Pengaruh Kepemilikan Saham Manajemen Terhadap Cara Pembayaran Akuisis	108
Tabel 5.13	*Chi-Square Test* Pengaruh Kepemilikan Saham Manajemen Terhadap Jenis Akuisi Internal dan Eksternal	109
Tabel 5.14	Regresi Logit 1 dengan Variabel Y adalah Metode Pembayaran Akuisisi Kas dan Saham	110
Tabel 5.15	Hasil Prediksi Analisis Regresi Logistik 1 Kas dan Saham	111
Tabel 5.16	Regresi Logit dengan Variabel Y adalah Jenis Akuisisi Internal dan Eksternal	113
Tabel 5.17	Hasil Prediksi Analisi Regresi Logistik Akuisisi Internal vs Eksternal	114
Tabel 5.18	Uji Beda Dua Rata-rata antara Rata-rata *CAR* Perusahaan Akuisitor Yang melakukan Pembayaran Kas dan Saham	115
Tabel 5.19	Perbandingan Rata-rata *CAR* Perusahaan Akuisitor Yang melakukan Pembayaran Kas dan Saham	116
Tabel 5.20	Uji Beda Dua Rata-rata antara Rata-rata *CAR* Perusahaan Akuisitor Yang melakukan Akuisisi Internal vs Eksternal	117
Tabel 5.21	Perbandingan Rata-rata CAR Perusahaan Akuisitor Yang melakukan Akuisisi Internal vs Akuisisi Eksternal	117
Tabel 5.22	Uji Beda Dua Rata-rata antara Rata-rata *CAR* Perusahaan Akuisitor Yang Melakukan Akuisisi Internal dengan Membayar Kas dan Saham	118

Tabel 5.23	Perbandingan Rata-rata *CAR* Perusahaan Akuisitor Yang Melakukan Akuisisi Internal dengan Membayar Kas dan Saham	119
Tabel 5.24	Uji Beda Dua Rata-rata antara Rata-rata CAR Perusahaan Akuisitor Dan Perusahaan Lain Yang Tidak Melakukan Akuisisi	119
Tabel 5.25	Perbandingan Rata-rata *CAR* Perusahaan Akuisitor Dan Perusahaan Lain Dalam Industri Sama Yang Tidak Melakukan Akuisisi	120
Tabel 5.26	Uji Beda Size Perusahaan-perusahaan Akuisitor dan Perusahaan-perusahaan Lain dalam Industri Sama Yang Tidak Melakukan Akuisisi	120

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

DAFTAR GAMBAR

		Halaman
Gambar 3.1	Kerangka Proses Berpikir	63
Gambar 3.2	Kerangka Konseptual Studi	64
Gambar 3.3	Sub-Kerangka Konseptual Hubungan Antara Kepemilikan Saham dan Metode Pembayaran Akuisisi	65
Gambar 3.4	Sub-Kerangka Konseptual Hubungan Antara Kepemilikan Saham dan Cara Pemilihan Akuisisi	66
Gambar 3.5	Sub-Kerangka Konseptual Pengaruh Faktor Fundamental Terhadap Metode Pembayaran Akuisisi dan Cara Pemilihan Akuisisi	67
Gambar 3.6	Sub-Kerangka Konseptual Uji Beda Antara Car Perusahaan Akuisitor Yang Memilih Pembayaran Kas dan Saham	68
Gambar 3.7	Sub-Kerangka Konseptual Uji Beda Antara Car Perusahaan Akuisitor Yang Memilih Akuisisi Internal Dan Akuisisi Eksternal	68
Gambar 3.8	Sub-Kerangka Konseptual Uji Beda Antara Car Perusahaan Akuisitor Yang Melakukan akuisisi Internal dengan Pembayaran Kas dan Akuisisi Internal dengan Pembayaran Saham	69
Gambar 3.9	Sub-Kerangka Konseptual Uji Beda Antara Car Perusahaan Akuisitor Yang Membayar dengan Kas Dan Saham	69

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

DAFTAR LAMPIRAN

		Halaman
Lampiran - 1	Data Untuk Model 1	158
Lampiran – 2	Data Untuk Model 2	161
Lampiran - 3	Data Untuk Model 3	163
Lampiran - 4	Hasil Uji Statistik Model 1	197
Lampiran - 5	Hasil Uji Statistik Model 2	200
Lampiran - 6	Hasil Uji Statistik Model 3	205
Lampiran - 7	Mapping Penelitian Terdahulu dan Penelitian Disertasi	210

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Merger dan akuisisi merupakan suatu cara pengembangan dan pertumbuhan perusahaan melalui cara eksternal. Alternatif lain untuk pengembangan dan pertumbuhan perusahaan dapat dilakukan melalui investasi modal yang menghasilkan pertumbuhan secara internal atau organis.

Aktivitas merger dan akuisisi sepanjang sejarahnya adalah berkaitan dengan karakteristik ekonomi dan budaya pada waktu dan tempat saat itu, sehingga praktik merger dan akuisisi di Indonesia juga sangat dipengaruhi oleh kondisi ekonomi, kepemilikan perusahaan dan budaya perusahaan saat itu. Ini memicu studi ini tentang bagaimana praktik akuisisi di Indonesia yang berlangsung selama ini.

Peran ekonomi dari aktivitas merger dan akuisisi sebenarnya adalah membantu mencapai dan memelihara *competitive advantage* perusahaan dengan cara mengantisipasi dan menyesuaikan diri terhadap tekanan perubahan. Meningkatnya aktivitas merger dan akuisisi di masyarakat dunia sepanjang dua dekade berkaitan dengan tekanan perubahan yang kuat misalnya perubahan tehnologi, globalisasi dan perdagangan bebas, perubahan organisasi perusahaan industri, industri baru, deregulasi dan regulasi, kondisi ekonomi dan keuangan yang menguntungkan, melebarnya jurang pendapatan dan kekayaan, skala

MILIK PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA SURABAYA

ekonomi, komplementaritas dan keinginan mencapai tehnologi tertentu, Weston *et al.*, (2004: 3). Oleh karena itu dapat dikatakan bahwa dari waktu ke waktu karena tekanan perubahan tersebut perusahaan-perusahaan lebih menyukai pertumbuhan eksternal dibanding pertumbuhan internal.

Selaras dengan itu Sudarsanam (1995: 5) juga menyatakan bahwa:

> Sesungguhnya merger dan akuisisi cenderung mengikuti pola sejarah dengan periode yang sangat diramaikan oleh aktivitas pengambilalihan. Puncak kegiatan pengambilalihan di Inggris terjadi pada tahun 1968, 1972 dan 1989. Pola yang sama juga terjadi di negara lain, khususnya di Amerika. Mengapa terjadi di tahun tertentu, sementara di tahun-tahun yang lain cenderung memilih pertumbuhan internal ? Hal ini merupakan fenomena yang belum sepenuhnya dipahami.

Banyak perusahaan publik di Indonesia melakukan kegiatan akuisisi di tahun 1990-an, seperti terlihat pada Tabel 1.1, nilai rata-rata transaksi akuisisi pada tahun 1994 sangat tinggi, yaitu sebesar 1,4 triliun rupiah. Ini disebabkan nilai salah satu perusahaan yang

Tabel 1.1.
PERUSAHAAN AKUISITOR, PERUSAHAAN TARGET DAN NILAI TRANSAKSINYA 1991-1999

Tahun	Jumlah Perusahaan Akuisitor	Jumlah Perusahaan Target	Nilai Transaksi (Rp milyar)	Nilai Rata-rata (Rp milyar)
1991	16	22	2,684	120
1992	15	17	2,384	140
1993	14	24	1,664	69
1994	21	37	53,133	1,436
1995	16	27	4,926	182
1996	9	10	510	51
1997	21	30	6.180	206
1998	8	12	3408	284
1999	2	2	245	123
2000	6	6	9.364	1.561

Sumber : PDBI 1995-2000, data diolah

melakukan transaksi akuisisi yaitu oleh Hotel Sahid Jaya Internasional atas 30 unit apartemen milik Sahid Inti Dinamika senilai Rp 46,9 triliun. Selain itu juga nilai rata-rata transaksi akuisisi tahun 2000 juga sangat tinggi yaitu sebesar 1,56 triliun rupiah, yang disebabkan salah satu transaksi akuisisi terhadap Gallo Oil (Jersey) Ltd. oleh Bumi Resource Tbk senilai 9,3 triliun rupiah. Kenyataan ini menunjukkan betapa di Indonesia pun mengikuti pola pertumbuhan seperti di luar negeri, sehingga masalah merger dan akuisisi memang perlu mendapat perhatian para akademisi tentang bagaimana prospek dan perkembangannya.

Akuisisi umumnya dilakukan sebagai strategi perusahaan untuk mencapai tujuannya, yaitu memaksimumkan kekayaan pemegang saham dengan cara memaksimumkan nilai pasar saham perusahaan. Karena tujuan tersebut, maka yang harus diperhatikan dalam akuisisi adalah pengaruh akuisisi terhadap keuntungan pemegang saham.

Masalah akan menjadi lain jika kepemilikan saham oleh manajemen dalam jumlah yang mayoritas atau minoritas, karena dapat mempengaruhi peningkatan nilai kinerja saham perusahaan. Teori *agency* seperti dikatakan oleh Berle dan Means serta Jensen dan Meckling, dalam Weston *et al.* (1990: 462) bahwa:

Little equity ownership by managers in diffusely-owned corporation will encourage managers to pursue their own interest. When managers' share ownership increases, their interests are better aligned with shareholders interests and thus deviation from value maximization will decline.

Dengan kata lain bahwa kepemilikan saham oleh manajemen dalam jumlah kecil di perusahaan yang sahamnya tersebar luas akan menyebabkan manajemen mengejar kepentingannya sendiri, karena dengan tersebar luasnya saham maka tidak ada kepemilikan mayoritas yang dapat mengendalikan manajemen, sehingga manajemen lebih leluasa menjalankan operasi perusahaan, sesuai kepentingannya sendiri. Jika kepemilikan saham manajemen meningkat, maka kepentingan manajemen lebih selaras dengan kepentingan para pemegang saham sehingga tujuan maksimalisasi nilai adalah tujuan yang akan mereka capai dengan usaha yang sepenuh hati dan optimal. Oleh karena itu penyimpangan dari tujuan maksimalisasi nilai, akan menurun.

Pemegang saham mayoritas atas perusahaan publik, yang umumnya banyak terjadi di Indonesia, cenderung melakukan praktek yang sama, yaitu dengan mengejar kepentingan sendiri, demikian menurut Kwik (1998: 468). Akan tetapi kepentingan sendiri yang mewakili kepemilikan saham mayoritas, yang dimaksud di sini bukanlah *maximization shareholder wealth* yang ditandai dengan naiknya harga saham perusahaan, melainkan kecurigaan dalam praktik akuisisi internal yang cenderung menguntungkan para pemegang saham mayoritas. Ini merupakan fenomena yang memerlukan jawaban apakah benar kondisinya seperti itu, sehingga masyarakat pemegang saham terutama pemegang saham minoritas tidak dirugikan.

Jika pemegang saham minoritas dirugikan, maka diperlukan suatu *good corporate governance* yang merupakan semua upaya untuk

mencari cara terbaik dalam menjalankan perusahaan, sehingga diharapkan dapat memenuhi keinginan masing-masing pihak yang berkepentingan. Sejalan dengan hal itu, menurut Donald dan Preston dalam Darsono (2001) bahwa dengan meningkatnya hubungan antara perusahaan dengan pihak-pihak yang berkepentingan, termasuk di dalamnya adalah pemegang saham minoritas, maka proses tersebut menimbulkan perluasan teori keagenan menjadi teori *stakeholder.* Teori *stakeholder* ini menganggap bahwa perusahaan diperlukan tidak hanya untuk memenuhi kepentingan prinsipal dan agen saja, seperti dalam pandangan teori keagenan, akan tetapi memandang perusahaan sebagai pusat kontrak dengan pihak-pihak berkepentingan yang lebih luas, termasuk salah satu didalamnya adalah pemegang saham minoritas.

Dalam akuisisi, seperti dikatakan oleh Amihud *et al.*, (1990) bahwa tingkat kepemilikan manajemen yang rendah, akan berkorelasi negatif dengan kemungkinan pembiayaan akuisisi dengan saham. Ini karena manajemen perusahaan akuisitor menganggap bahwa jika dibayar dengan saham akan mengakibatkan *dilution of control.* Tingkat kepemilikan manajemen yang rendah pada perusahaan publik di Indonesia jarang terjadi. Akan tetapi walaupun kepemilikan manajemen rendah, pengaruh kelompok mayoritas terhadap manajemen masih sangat dominan. Oleh karena itu studi ini akan mencari penjelasan tentang praktek akuisisi di Indonesia, di mana mayoritas kepemilikan saham perusahaan publik dikuasai oleh keluarga pendiri perusahaan, yang sebagian besar juga bertindak sebagai para manajer perusahaan tersebut,

PDBI (1997: 57). Kondisi kepemilikan saham manajemen di Indonesia ini memicu keingintahuan tentang apakah memang terjadi perlakuan yang adil diantara kelompok pemegang saham maupun hubungannya dengan kinerja perusahaan akuisitor.

Pada praktek akuisisi di Indonesia, sering dilakukan akuisisi internal yang melibatkan perusahaan dalam satu *group*, di mana dengan strategi keuangan tertentu, misalnya perusahaan akuisitor dalam kondisi *cash rich* mengakuisisi perusahaan target yang masih dalam satu *group*, menurut Kwik (1998: 481) akan sangat menguntungkan pemegang saham mayoritas. Sementara itu sejak 1987 di Indonesia, praktek akuisisi eksternal yang sering terjadi adalah jual beli sebagian saham perusahaan publik dari pemilik lama kepada pemilik baru melalui *private placement* maupun pembelian yang dilakukan dilantai bursa, PDBI (1997 :59). Ini sangat menarik dan sangat berguna untuk diteliti, apakah akuisisi internal atau akuisisi ekternal di Indonesia memang bisa menghasilkan sinergi. Untuk meneliti jenis akuisisi internal ini, perlu dikaitkan dengan cara pembayaran akuisisi apakah dengan kas atau dengan saham, karena menurut pengamatan Kwik (1998: 481), bahwa akuisisi internal melibatkan pembayaran kas dalam jumlah yang cukup besar untuk kepentingan pemegang saham mayoritas. Dari referensi penelitian di USA, Sushka dan Bendeck (1988) mengatakan bahwa *internal merger* menghasilkan *normal return*, sedangkan *external merger* menghasilkan *negative return.* Alasannya bahwa dengan internal merger, manajemen sudah mengetahui lebih pasti kondisi internal perusahaan target,

sedangkan dengan *external merger* pengetahuan tentang perusahaan target masih kurang tepat, sehingga keberhasilannya kurang pasti. Akan tetapi penelitian mereka adalah tentang *bank acquisition*, yang sangat dipengaruhi oleh peraturan Federal Reserve. Walaupun demikian secara logika dapat diterima bahwa dalam akuisisi internal pengetahuan manajemen tentang perusahaan target lebih jelas dibanding jika dilakukan akuisisi eksternal, sehingga kondisi ini akan meningkatkan kemungkinan keberhasilan yang lebih besar.

Pengaruh faktor fundamental perusahaan akuisitor, yang merupakan kondisi *basic data* perusahaan sebelum akuisisi terhadap cara pembayaran akuisisi sangat menarik untuk diteliti. Seperti yang telah dilakukan oleh Walter dan Walker (1996) yang mengkaitkan *free cash flow* dan *financial leverage* dengan metode pembayaran akuisisi oleh perusahaan akuisitor, di mana dengan meningkatnya *free cash flow* perusahaan akuisitor, cenderung melakukan akuisisi dengan pembayaran kas. Di sisi lain dengan semakin tinggi *financial leverage* perusahaan akuisitor cenderung membiayai akuisisi dengan saham, karena kemungkinan mendapatkan dana kas dari penambahan hutang sangat berisiko. Beberapa variabel lain dalam faktor fundamental diperkirakan mempunyai pengaruh terhadap cara pembayaran akuisisi, seperti *sustainable growth* menurut Martin (1996), di mana perusahaan yang mempunyai kemampuan pertumbuhan dari operasi *existing*-nya cenderung membiayai akuisisi dengan saham, karena dana kas sangat diperlukan dalam pertumbuhan usahanya. Variabel *relative firm size* dan

market to book value menurut Yook, *et al.*, (1999), juga mempengaruhi metode pembayaran akuisisi, di mana semakin tinggi *relative firm size* perusahaan target, akuisisi cenderung dilakukan dengan pembayaran kas, karena pasar *junk bond* saat itu sedang berkembang. Di sisi lain mereka menyatakan bahwa perusahaan dengan *market to book value* yang tinggi cenderung sahamnya *over valued* sehingga cenderung membiayai akuisisi dengan saham, dengan harapan harga saham akan terkoreksi.

Walaupun belum ada penelitian tentang akuisisi internal atau eksternal akan tetapi fenomenanya sangat menarik untuk dikaji, sehingga faktor fundamental perusahaan akuisitor ini, diperkirakan juga mempengaruhi pemilihan jenis akuisisi internal atau eksternal. Ini berguna untuk mengetahui konsistensi hubungan antara faktor fundamental perusahaan akuisitor tersebut sebelum akuisisi dengan variabel tergantungnya yaitu jenis akuisisi internal dan eksternal, sehingga pengetahuan ini bermanfaat bagi investor.

Teori merger dan akuisisi berdasar sinergi dan efisiensi memprediksi bahwa *combined return* dalam merger adalah positif, sebaliknya teori berdasar *agency cost of free cash flow* dan *managerial entrenchment* mengatakan bahwa merger akan mengurangi *wealth* dan memprediksi bahwa *combined return* dari merger adalah negatif, Weston *et al.*, (2004: 195). Dari pengamatan data empiris dapat menunjukkan adanya pengaruh akuisisi terhadap keuntungan atau kerugian yang dialami oleh para pemegang saham yang dilihat dari kinerja saham dalam jangka panjang. Seperti yang dilakukan oleh Rau dan Vermaelen (1998)

yang menggunakan *cumulative abnormal return* untuk menilai kinerja perusahaan pasca merger, ternyata dari 2.823 observasi terhadap perusahaan akuisitor untuk periode 1980 sampai 1991, dan menggunakan metode perhitungan 3 tahun *cumulative abnormal return*, menghasilkan stock *return* sebesar –4,04%. Di sisi lain Loughran dan Vijh (1997) yang meneliti perusahaan akuisitor antara tahun 1970-1989, dan menggunakan ukuran kinerja saham jangka panjang *5 years buy and hold abnormal return* menemukan perbedaan yang cukup besar antara perusahaan akuisitor yang membayar dengan kas dan saham. Dari 314 perusahaan akuistor yang melakukan akuisisi dengan pembayaran kas menghasilkan *stock return* sebesar 18,5%, sedangkan dari 405 perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan pembayaran saham menghasilkan *stock return* sebesar – 24,2%

Berdasar uraian sebelumnya berikut ini adalah beberapa poin penting yang merupakan fokus tentang studi ini:

- Studi ini bertujuan menguji apakah teori keagenan masih relevan dengan kondisi kepemilikan saham mayoritas yang banyak terdapat pada perusahaan akuisitor publik di Indonesia. Untuk itu perlu dikaji apakah pemegang saham minoritas yaitu kepemilikan publik yang masih kecil persentasenya tidak dirugikan dengan adanya praktik akuisisi internal. Perluasan teori keagenan menjadi teori *stakeholder* merupakan solusi untuk meningkatkan kesejahteraan seluruh pihak yang mempunyai klaim terhadap perusahaan.

- Studi ini bertujuan untuk menguji konsistensi praktik akuisisi berdasar pada kondisi faktor fundamental perusahaan akuisitor yang terlihat dari kondisi *basic data* perusahaan sebelum melakukan akuisisi. Untuk itu perlu dikaji apakah ada pola tertentu dari perusahaan akuisitor sebelum memutuskan melakukan akuisisi perusahaan tertentu.
- Studi ini bertujuan untuk menguji apakah teori merger dan akuisisi yang mana yang sering diaplikasikan oleh mayoritas perusahaan akuisitor di Indonesia, apakah berdasar sinergi dan efisiensi atau berdasar *agency cost of free cash flow* dan *management entrenchment.* Untuk itu perlu dikaji kinerja jangka panjang pasca akuisisi supaya dapat dibuktikan apakah kinerja perusahaan akuisitor di Indonesia cenderung memang mengikuti teori merger dan akusisi tertentu.

Berdasarkan uraian latar belakang, teori dan gambaran studi empiris sebelumnya, di mana studi ini difokuskan pada kepemilikan saham manajemen, cara pembayaran akuisisi, pemilihan jenis akuisisi, faktor fundamental perusahaan yang merupakan kondisi *basic data* perusahaan sebelum melakukan akuisisi dan kinerja saham jangka panjang pasca akuisisi, maka ditentukan judul studi ini yaitu:

"Pengaruh kepemilikan saham manajemen dan faktor fundamental perusahaan akuisitor terhadap metode pembayaran akuisisi dan pemilihan jenis akuisisi, serta kinerja saham jangka panjang perusahaan akuisitor publik di Bursa Efek Jakarta pasca akuisisi".

1.2. Rumusan Masalah

Dari uraian latar belakang dan judul disertasi ini maka dapat disusun rumusan masalah dari studi ini sebagai berikut:

1. Apakah kepemilikan saham manajemen pada perusahaan akuisitor berpengaruh terhadap metode pembayaran akuisisi?
2. Apakah kepemilikan saham manajemen pada perusahaan akuisitor berpengaruh terhadap pemilihan jenis akuisisi?
3. Apakah *free cash flow, financial leverage, sustainable growth, relative firm size* dan *market to book value* perusahaan akuisitor berpengaruh terhadap pemilihan metode pembayaran akuisisi?
4. Apakah *free cash flow, financial leverage, sustainable growth, relative firm size* dan *market to book value* perusahaan akuisitor berpengaruh terhadap pemilihan jenis akuisisi?
5. Apakah rata-rata *cumulative abnormal return* jangka panjang pasca akuisisi antara perusahaan akuisitor yang memilih cara pembayaran akuisisi dengan kas berbeda dengan perusahaan akuisitor yang memilih cara pembayaran akuisisi dengan saham ?
6. Apakah rata-rata *cumulative abnormal return* jangka panjang pasca akuisisi antara perusahaan yang memilih jenis akuisisi internal berbeda dengan perusahaan akuisitor yang memilih jenis akuisisi eksternal ?
7. Apakah rata-rata *cumulative abnormal return* jangka panjang pasca akuisisi antara perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal

dengan pembayaran kas berbeda dengan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran saham?

8. Apakah rata-rata *cumulative abnormal return* jangka panjang pasca akuisisi antara perusahaan-perusahaan akuisitor berbeda dengan perusahaan-perusahaan lain pada industri sama yang tidak melakukan akuisisi?

1.3. Tujuan Studi

1.3.1. Tujuan Umum

Sebagaimana telah dirumuskan dalam rumusan masalah penelitian, tujuan penelitian ini secara umum adalah untuk mengetahui masalah akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan akuisitor publik di Indonesia, yaitu tentang pengaruh positif atau negatif yang mengikuti praktek akuisisi tertentu.

1.3.2. Tujuan Khusus

Secara khusus, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis adanya pengaruh dan perbedaan diantara variabel-variabel yang diteliti, sehingga bisa diperkirakan adanya pengaruh positif atau negatif yang mengikuti praktek akuisisi di Indonesia, yang dapat digunakan sebagai pedoman bagi para investor. Berikut adalah rincian tujuan khusus yang akan dicapai dalam penelitian ini.

1. Menguji dan menganalisis pengaruh kepemilikan saham manajemen perusahaan akuisitor terhadap cara pembayaran akuisisi.

MILIK PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA SURABAYA

2. Menguji dan menganalisis pengaruh kepemilikan saham manajemen perusahaan akuisitor terhadap pemilihan jenis akuisisi.
3. Menguji dan menganalisis pengaruh *free cash flow, financial leverage, sustainable growth, relative firm size* dan *market to book value* perusahaan akuisitor terhadap pemilihan metode pembayaran akuisisi.
4. Menguji dan menganalisis pengaruh *free cash flow, finacial leverage, sustainable growth, relative firm size* dan *market to book value* perusahaan akuisitor terhadap pemilihan jenis akuisisi.
5. Menguji dan menganalisis perbedaan rata-rata *cumulative abnormal return* jangka panjang pasca akuisisi antara perusahaan akuisitor yang memilih cara pembayaran akuisisi dengan kas dan perusahaan akuisitor yang memilih cara pembayaran akuisisi dengan saham.
6. Menguji dan menganalisis perbedaan rata-rata *cumulative abnormal return* jangka panjang pasca akuisisi antara perusahaan akuisitor yang memilih jenis akuisisi internal dan perusahaan akuisitor yang memilih jenis akuisisi eksernal.
7. Menguji dan menganalisis perbedaan rata-rata *cumulative abnormal return* jangka panjang pasca akuisisi antara perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas dan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran saham.
8. Menguji dan menganalisis perbedaan rata-rata *cumulative abnormal return* jangka panjang pasca akuisisi antara perusahaan-perusahaan

akuisitor dan perusahaan-perusahaan lain pada industri sama yang tidak melakukan akuisisi.

1.4. Manfaat Studi

Hasil studi ini diharapkan akan mempunyai beberapa manfaat, yaitu antara lain:

1. Studi ini akan menambah beberapa bukti empiris dari studi yang dilakukan pada perusahaan publik di Indonesia, yang berkaitan dengan teori merger dan akuisisi, sehingga hasil studi bisa memperkuat atau menambah teori merger dan akuisisi yang sudah ada.
2. Studi ini dapat digunakan sebagai referensi studi lebih lanjut, terutama yang berkaitan dengan ruang lingkup perusahaan yang melakukan aktivitas merger dan akuisisi.
3. Memberikan informasi kepada investor dalam pengambilan keputusan investasi, terutama yang berhubungan dengan dampak positif atau negatif, yang muncul dari praktek perusahaan yang melaksanakan akuisisi.
4. Memberikan informasi kepada para manajer perusahaan publik, terutama yang merencanakan akan melakukan akuisisi atau merger dengan perusahaan lain, dengan harapan perencanaan akuisisi atau merger yang akan mereka lakukan dapat dilakukan lebih efektif.

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Teori Agensi, Kepemilikan Saham dan Merger

Dalam pasar yang sempurna semua pemegang saham akan setuju bahwa manajer harus mengikuti suatu aturan pengambilan keputusan yang sederhana, yaitu laksanakan proyek-proyek yang ada dengan batasan di mana *marginal rate of return* sama dengan *market determined discount rate.* Oleh karena itu, kemakmuran para pemegang saham dipandang sebagai nilai sekarang dari arus kas masuk yang didiskonto dengan *opportunity cost of capital* atau *market determined rate,* Copeland dan Weston (1992 : 20).

Pemegang saham sebagai pemilik (prinsipal) dapat menyetujui aturan keputusan tersebut dan mereka harus memberikan wewenang kepada para manajer (agen). Tetapi sebagai pemilik, mereka harus dapat memonitor keputusan para manajer tanpa mengeluarkan biaya, dengan tujuan untuk meyakinkan bahwa para manajer tersebut membuat keputusan yang akan memaksimalkan kemakmuran mereka. Jelas ada perbedaan antara kepemilikan dan kontrol, dan tidak ada alasan untuk mempercayai bahwa manajer yang melayani sebagai agen dari pemilik, akan selalu bertindak dalam cara yang paling baik untuk kepentingan pemegang saham.

Pada kebanyakan hubungan agensi, pemilik akan mengeluarkan biaya monitoring dalam tujuannya untuk menjaga supaya agen bertindak

sesuai dengan yang diharapkan. Konsekuensinya, pemilik menghadapi perimbangan antara biaya monitoring dan bentuk kompensasi yang akan menyebabkan agen selalu bertindak sesuai kepentingan pemilik.

Pada satu *extreme*, jika kompensasi agen adalah semua dalam bentuk saham-saham di perusahaan, maka biaya *monitoring* akan *zero* / nol. Sayangnya, bentuk kompensasi ini secara nyata tidak mungkin, karena agen selalu menerima beberapa kompensasi dalam bentuk manfaat seperti kantor yang luas dan mewah, makan siang yang mahal, mobil pribadi yang mewah. Pada *extreme* kebalikannya, pemilik harus mengeluarkan biaya monitoring dengan tujuan untuk menjamin bahwa agen selalu membuat keputusan yang lebih diinginkan oleh pemilik. Diantara kedua ekstrim ini akan terdapat solusi yang optimal.

Masalah keagenan timbul jika para manajer hanya memiliki sebagian saham perusahaan, Jensen and Meckling (1976). Kepemilikan sebagian saham ini dapat menyebabkan mereka bekerja kurang keras dibanding jika sebaliknya. Selain itu mereka cenderung mengkonsumsi kemewahan atas beban pemegang saham atau pemilik perusahaan. Selanjutnya, di perusahaan besar yang kepemilikan sahamnya tersebar, tidak cukup insentif bagi pemilik individu mengeluarkan biaya yang diperlukan untuk memonitor perilaku para manajer.

Menurut Fama (1980), sejumlah kompensasi yang diatur dan pasar tenaga kerja untuk manajer, akan bisa meredakan problem keagenan ini. Selain itu mekanisme pasar yang lain adalah ancaman *takeover.* Ancaman ini bisa menggantikan usaha pemegang saham individu untuk

mengontrol para manajer, di mana jika kinerja manajemen jelek karena ketidak efisienan atau akibat masalah keagenan, maka perusahaan tersebut akan mencadi target *takeover* perusahaan lain.

Teori *agency* menyarankan bahwa jika pasar tenaga kerja untuk menjadi manajer tidak bisa memecahkan masalah keagenan, maka pasar bagi *firm* atau aktivitas merger akan muncul kepermukaan. Oleh karena itu teori ini menyarankan bahwa aktivitas merger adalah suatu metode yang berkaitan dengan masalah keagenan, Weston, (1990 : 254). Dengan kata lain, bahwa akuisisi perusahaan merupakan metode yang berkaitan dengan kepemilikan saham manajemen dalam perusahaan akuisitor.

2.2. Teori Merger dan Akuisisi

Salah satu pertanyaan empiris yang paling penting dalam penelitian merger dan akuisisi adalah apakah *combined return* bagi pemegang saham perusahaan yang terlibat dalam akuisisi tersebut positif atau negatif ? Dengan kata lain, apakah merger dan akuisisi merupakan investasi yang menghasilkan *net present value* yang positif ?

Teori merger berdasar efisiensi dan sinergi memprediksi bahwa *combined return* dalam merger adalah positif. Sebaliknya teori berdasar *agency cost of free cash flow* dan *managerial entrenchment* mengatakan bahwa merger mengurangi *wealth* dan memprediksi bahwa *combined return* dari merger adalah negatif, Weston (2004 : 195).

Hal ini dapat dijelaskan misalnya, konflik antara manajer dan pemegang saham sering terjadi dalam urusan pembayaran *free cash flow*

sebagai pengembalian kepada pemegang saham, atau ditahan untuk diinvestasikan kembali di dalam proyek-proyek perusahaan. Jika manajer yang memenangkan konflik, maka sebagai akibatnya manajer sering mengaplikasikan *low hurdle rate* demi memanfaatkan *free cash flow,* sehingga proyek-proyek yang diambil cenderung kurang bisa meningkatkan *value of the firm.* Akan tetapi di pihak lain dengan membesarnya perusahaan karena investasi, menyebabkan manajemen dapat bertahan / *management entrenchment* dalam perusahaan tersebut, karena seolah-olah berkembangnya perusahaan tersebut adalah merupakan kinerja mereka. Jika investasi yang dilakukan dalam bentuk akuisisi perusahaan target, diperkirakan dampaknya akan mengurangi *wealth.*

Anggapan dalam teori merger yang berbeda tersebut, yaitu 1) yang berdasar sinergi dan efisiensi dan 2) berdasar *agency cost of free cash flow* dan *management entrenchment,* adalah selaras dengan adanya dua kelompok teori akuisisi dan merger, menurut Halpern (1983) yaitu:

1) Kelompok pertama, mengacu kepada perilaku maksimalisasi *non-value* oleh perusahaan akuisitor, di mana akuisisi dilakukan dengan tujuan untuk memaksimalisasi pertumbuhan penjualan atau pertumbuhan *assets* atau dapat juga untuk mengendalikan pasar bagi perusahaan besar. Akuisisi jenis ini mungkin tidak menghasilkan manfaat ekonomi yang dapat dinikmati oleh perusahaan-perusahaan akuisitor, karena hal itu dapat disebabkan oleh biaya negosiasi yang tinggi, dan mungkin juga terjadi masalah potensial dalam

mengkoordinasikan perusahaan besar yang ekspansi tersebut, sehingga secara keseluruhan dapat menimbulkan kerugian. Jadi, keuntungan mungkin hanya dinikmati oleh pemegang saham perusahaan target, karena saham mereka dibeli dengan harga yang bagus misalnya melalui *tender offer*, supaya mereka tertarik untuk diakuisisi. Di pihak lain ada kemungkinan akuisisi yang tidak menghasilkan manfaat ekonomi tersebut merupakan kerugian yang diderita oleh pemegang saham perusahaan akuisitor.

2) Kelompok kedua, adalah kelompok teori yang umum, mengacu kepada maksimalisasi *value,* di mana akuisisi harus memenuhi kriteria yang sama seperti keputusan investasi. Jadi, harus ada manfaat ekonomi yang positif dari akuisisi tersebut dan tergantung pada persaingan pasar akuisisi. Beberapa proporsi manfaat ekonomi umumnya akan diterima oleh pemegang saham perusahaan target. Tanpa memperhatikan persaingan tersebut, perusahaan akuisitor paling tidak menghasilkan *normal rate of return.*

Adanya dua kelompok teori ini menimbulkan berbagai pendapat yang muncul dari studi empiris selama beberapa tahun ini, di mana temuan-temuan tersebut bisa mendukung kelompok pertama, maupun kelompok kedua.

Disatu sisi, Loughran dan Vijh (1997) dalam penelitiannya tentang manfaat akuisisi bagi pemegang saham perusahaan akuisitor dan perusahaan target menyatakan bahwa bagi pemegang saham akuisitor, akuisisi meningkatkan sedikit pendapatan sahamnya, sedangkan sebagian

yang lain menyatakan tidak ada peningkatan sama sekali, bahkan cenderung memberikan pendapatan yang negatif. Penelitian mereka ini menilai kinerja jangka panjang pasca merger, dilakukan terhadap 947 perusahaan pada periode 1970-1989, yang diukur dengan *5 years equally weighted buy and hold abnormal return* dan menghasilkan *stock return* - 6,5%. Akan tetapi bagi pemegang saham perusahaan target, umumnya mengalami peningkatan pendapatan.

Di pihak lain, Mulherin dan Boone (2000) meneliti 281 perusahaan pada periode 1990-1999, dengan menggunakan *event study,* menemukan bahwa besarnya *combined return* adalah sebesar 3,56%. Besarnya *return* ini berkaitan langsung dengan *relative size* perusahaan target, dan kesimpulan mereka hasilnya konsisten dengan teori sinergi perusahaan, dan tidak konsisten dengan model *nonsynergistic* berdasar *management entrenchment.*

Model *nonsynergistic* sering dilakukan oleh manajemen yang tujuannya menjaga posisi mereka di perusahaan. Untuk itu manajemen berusaha melakukan investasi supaya ukuran besarnya perusahaan berkembang pesat, tanpa memperhitungkan dampaknya terhadap *value of the firm.* Mereka umumnya mengaplikasikan *low hurdle rate*, sehingga proyek yang besar walaupun *internal rate of return*–nya rendah tetap akan diambil untuk dilaksanakan, dengan alasan bahwa akuisisi yang mereka lakukan akan meningkatkan pasar yang mereka kuasai.

Selaras dengan Mulherin, jauh sebelumnya Bradley, *et al.*, (1988) melalui penelitian mereka terhadap 236 *tender offer* periode 1963-1984

yang menghasilkan *combined return* sebesar 7,43%, menyatakan bahwa *tender offer* yang sukses bisa menghasilkan manfaat sinergi yang membimbing kearah alokasi sumber-sumber perusahaan yang lebih efisien. *Tender offer* merupakan akuisisi yang ditawarkan oleh perusahaan akuisitor melalui pembelian saham perusahaan target dalam jumlah besar, yang diumumkan secara terbuka dan pembelian mayoritas dibayar dengan kas. Hasil penelitian Bradley, *et al.*, (1988) menunjukkan bahwa akuisisi melalui *tender offer* adalah selaras dengan teori akuisisi berdasar sinergi dan efisiensi, dan oleh karena itu dapat menghasilkan *combined return* positif.

2.3. Pembelian *Assets* atau Pembelian Saham dalam Akuisisi dengan pembayaran Kas atau Penukaran Saham

Menurut Weston (1990 : 317), bahwa suatu perusahaan bisa diakuisisi baik dengan cara pembelian aktivanya atau pembelian sahamnya. Perusahaan akuisitor bisa membeli semua atau sebagian *asset* perusahaan target dan membayarnya dengan dana kas atau dengan menukar sahamnya.

Seringkali perusahaan akuisitor hanya membeli *assets* perusahaan target, tetapi tidak membeli *liabilities*-nya. Jika semua *assets*-nya yang dibeli, maka *asset*s perusahaan target yang tersisa hanya terdiri dari kas yaitu hasil penjualan *asset*-nya, atau hanya terdiri dari saham perusahaan akuisitor, jika dibayar menggunakan saham perusahaan akuisitor, sehingga perusahaan target hanya merupakan suatu *corporate shell*.

Setelah transaksi, perusahaan target bisa memegang kas atau saham perusahaan akuisitor atau membagi kas atau saham tersebut kepada pemegang saham perusahaan target yang lama, sebagai suatu dividen likuidasi, dan setelah itu perusahaan target bubar.

Jika perusahaan akuisitor hanya membeli sebagian assetnya, maka perusahaan target masih bisa meneruskan operasinya sebagai *corporate entity.* Sebagai *corporate entity*, perusahaan target masih mempunyai *assets* lain yang tersisa, yang dapat dioperasikan. Jika perusahaan akuisitor membeli saham perusahaan target, maka perusahaan target bergabung dengan perusahaan akuisitor, dan anggapannya adalah pembelian meliputi *assets* dan *liability*-nya.

Baik akuisisi *assets* maupun akuisisi saham perusahaan target bisa dilakukan dengan pembayaran kas atau dengan penukaran saham. Akan tetapi cara pembayaran ini menimbulkan dampak yang berbeda bagi para investor. Ini telah banyak dibuktikan dari beberapa penelitian tentang metode pembayaran dalam akuisisi.

Ditinjau dari ketersediaan kas, Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan sejumlah besar ketersediaan *free cash flow* yang dimiliki perusahaan akuisitor, cenderung akan membiayai akuisisi dengan kas. Jadi, perusahaan-perusahaan yang mempunyai sejumlah besar kas, atau *cash flow* yang tinggi, atau kapasitas untuk mengambil hutang yang cukup, umumnya akan menggunakan kas dalam membiayai investasinya.

Travlos (1987) yang meneliti hubungan pembayaran akuisisi, manajemen *earning* dan kinerja perusahaan, mengatakan bahwa rata-rata perusahaan akuisitor mengalami *negative excess return* saat pengumuman pembayaran akuisisi dengan saham dan mengalami *normal return* saat pengumuman pembayaran akuisisi dengan kas. Data empirisnya memang merupakan *event study,* akan tetapi *event* tersebut menunjukkan bahwa pembayaran akuisisi dengan saham menunjukkan sinyal negatif kepada para investor, sedangkan akuisisi dengan pembayaran kas menunjukkan sinyal positif.

Sementara itu, Ghosh dan Ruland (1998) yang memfokuskan penelitiannya pada perusahaan target mengatakan bahwa ada hubungan positif dan signifikan antara *managerial ownership* pada perusahaan target dan kemungkinan akuisisi menggunakan pembayaran dengan saham. Artinya, jika manajemen perusahaan target mempunyai saham perusahaan yang dikelolanya dalam jumlah besar, maka mereka cenderung lebih menyukai jika akuisisi dibayar dengan penukaran saham. Selain itu, bahwa para manajer perusahaan target cenderung ingin mempertahankan pekerjaan mereka di perusahaan yang bergabung, jika mereka menerima saham dibandingkan dengan menerima kas.

2.4. Praktek Akuisisi di Indonesia

Perusahaan bisa tumbuh dan berkembang secara internal yaitu melalui kemampuan pertumbuhan perusahaan itu sendiri atau secara eksternal melalui akuisisi perusahaan lain. Tujuan pertumbuhan internal

maupun eksternal tersebut adalah sama yaitu maksimalisasi *existing shareholder wealth.*

Jenis akuisisi yang sering dipraktekkan di Indonesia dikenal dengan akuisisi internal dan akuisisi eksternal. Menurut pemantauan Pusat Data Business Indonesia (1997 : 59) bahwa:

Manajemen perusahaan di Indonesia baru belajar proses merger yang sejati dalam tahun-tahun 1980-an, yaitu dengan adanya berbagai kaitan antara beberapa perusahaan keluarga ataupun operasi penyelamatan perusahaan dari kondisi yang kurang menguntungkan. Kemudian dengan masuknya investor baru dan kondisi kualitas pemilik lama, biasanya sangat menentukan bobot dari merger, apakah itu merger sejati atau sekedar *euphemisme* dari akuisisi (pencaplokan).

Istilah akuisisi internal maupun eksternal timbul karena adanya perbedaan pemilik perusahaan yang mengakuisisi maupun yang diakuisisi. Disebut akuisisi internal karena perusahaan akuisitor maupun perusahaan target, sebagian besar sahamnya dimiliki oleh pemilik yang sama atau berada dalam keluarga atau kelompok yang sama. Sedangkan disebut akuisisi eksternal bila perusahaan akuisitor maupun perusahaan target berada dalam kepemilikan yang berbeda.

Berkaitan dengan kepemilikan saham manajemen di Indonesia yang mayoritas dimiliki oleh pendiri perusahaan, maka perlu diyakinkan apakah kondisi tersebut tidak merugikan pemegang saham minoritas. Menurut Wahyudi Prakarsa dalam Darsono (2001), memang kepemilikan saham perusahaan *go public* di BEJ, masih dikuasai oleh

pendiri, dan konsentrasi kepemilikan ini akan memudahkan dalam pengambilan keputusan. Menurut Darsono (2001) bahwa:

> Pemegang saham dibedakan dalam dua kelompok, yaitu: a) pemegang saham mayoritas yang berfungsi sebagai *owner*, di mana kepentingan mengendalikan perusahaan lebih dominan, dan b) pemegang saham minoritas yang berfungsi sebagai investor, yang lebih mengharapkan *gain.* Hak seluruh pemegang saham harus dilindungi secara adil. Anggota Dewan Komisaris dan Dewan Direksi yang memiliki saham pada perusahaan yang bersangkutan harus melaporkan kepada perusahaan. Hal itu dilakukan untuk menghindari *insider trading,* yang merupakan pelanggaran hukum.

Corporate governance merupakan mekanisme untuk memecahkan masalah keagenan. Ini terkait erat dengan adanya perubahan tanggungjawab perusahaan kepada masyarakat dan semakin tersebarnya kepemilikan. Selain itu juga dengan semakin meningkatnya jumlah pihak-pihak yang berkepentingan, menimbulkan pemisahan antara pemilik dan manajemen sehingga sangat diperlukan praktek manajemen yang sehat dan jujur, di mana semua tindakan diarahkan kepada efektivitas dan efisiensi. Akan tetapi dengan masih belum terjadinya penyebaran kepemilikan saham itu pada masa 1995-2000 pada perusahaan akuisitor publik di BEJ maka *good corporate governance* masih jauh dari jangkauan. Yang menjadi pertanyaan apakah benar para pemegang saham minoritas yang merupakan salah satu *stakeholder* perusahaan tidak dirugikan ?

Donaldson dan Preston, dalam Darsono (2001) menunjukkan bahwa kini hubungan perusahaan dengan para pihak-pihak yang berkepentingan begitu erat, melampaui hubungan prinsipal dan agen seperti digambarkan oleh Jensen dan Meckling (1976). Meningkatnya

kepentingan masing-masing pihak menjadikan organisasi sebagai *nexus of contract*, di mana terjadi tarik menarik kepentingan. Proses seperti itu menimbulkan perluasan teori keagenan menjadi teori *stakeholder*.

Teori *stakeholder* memandang perusahaan sebagai pusat kontrak dengan pihak-pihak berkepentingan yang lebih luas, Hill dan Jones, dalam Darsono (2001). Perusahaan diperlukan bukan untuk memenuhi kepentingan prinsipal dan agen saja, melainkan sebagai media untuk meningkatkan kesejahteraan seluruh pihak yang mempunyai klaim sah terhadap perusahaan. Mereka itu terdiri dari pemilik, kreditor, manajer, karyawan, pelanggan, pemerintah dan masyarakat setempat. Studi ini mencoba meneliti dari data empiris yang ada di perusahaan-perusahaan publik di Indonesia, dalam kaitannya dengan kepemilikan saham mayoritas dan minoritas, apakah memang terjadi penyimpangan dalam praktek akuisisi sehingga merugikan pemegang saham minotitas.

2.4.1. Akuisisi Internal

Akuisisi internal yaitu akuisisi terjadi pada perusahaan yang berada dalam satu *group*. Praktek akuisisi internal ini dicurigai hanya sebagai tehnik rekayasa keuangan demi keuntungan sepihak tanpa peningkatan produksi. Ketika akuisisi internal menjadi mode, Kwik (1998 :481), membahas kasus demi kasus dengan menunjukkan angka-angkanya, betapa pemegang saham minoritas dirugikan.

> Contohnya, andaikan Saya mempunyai PT A sebesar 80% dan 20% milik publik. Ketika *go public* yang 20% ini, PT A mendapat agio besar, sehingga PT A mempunyai banyak uang tunai / *cash rich.* Saya juga mempunyai PT B sebesar 80% dan 20% juga milik publik. Saham

Saya dari PT B yang 80% dijual ke PT A dengan harga tinggi yang berlaku dipasar. Saya mendapat 100% dari penjualan saham PT B milik Saya, yang 80%, yang besarnya sama dengan jumlah saham dikalikan harga pasar saham yang berlaku saat itu. Saham Saya yang di PT B, yang sebelumnya adalah milik Saya, sekarang menjadi mlik PT A. Apakah Saya kehilangan kepemilikan saham Saya di PT B ? Tidak, karena Saya masih memiliki 80% saham PT A, sehingga melalui PT A, Saya masih memiliki PT B, yang besarnya adalah 80% dari 80% atau sama dengan 64%. Jadi Saya hanya kehilangan saham PT B sebesar 16%. Ini yang hebat, karena jika Saya menjual 80% saham Saya kepada publik maka Saya mendapat 100% hasil penjualan yang nilainya sama, tetapi seluruh saham Saya di PT B juga hilang, menjadi milik publik seluruhnya. Di pihak lain pemegang saham 20% PT A juga memiliki hak sebesar 20% dari 80% saham PT B, atau sama dengan 16% saham PT B. Persoalannya apakah 16% kepemikian publik PT A atas PT B tidak lebih berharga dari uang tunainya yang diambil Saya? Publik tidak mungkin mengetahui sebaik pengetahuan Saya, karena Saya adalah pemilik dan pengelola mayoritas mutlak PT A dan PT B.

Dari gambaran di atas menunjukkan bahwa pemegang saham mayoritas lebih diuntungkan secara sepihak dengan mengabaikan kepentingan pemegang saham minoritas. Jika benar demikian, apakah dengan adanya akuisisi intenal tersebut memang tidak terjadi sinergi sehingga pemegang saham minoritas akan banyak dirugikan. Sebaliknya, jika memang terjadi sinergi dampaknya akan menguntungkan semua pihak, sehingga pemegang saham minoritas tidak dirugikan. Selain itu jika terjadi sinergi maka dampaknya akan terlihat dari naiknya harga saham, atau meningkatnya *value of the firm*, sehingga pemegang saham minoritas dapat memperoleh *capital gain*.

2.4.2. Akuisisi Eksternal

Akuisisi eksternal, yaitu pembelian sebagian saham perusahaan publik dari pemilik lama kepada pemilik baru melalui *private placement*

maupun pembelian saham, khususnya terjadi di lantai bursa. Fenomena akuisisi eksternal ini meningkat pesat di era 1980-an, sehingga menciptakan peluang "*backdoor listing*", PDBI (1997: 59).

Akuisisi eksternal yang baik adalah melalui kesepakatan kedua belah pihak dan tidak ada unsur *hostile takeover.* Perkembangan bursa di Indonesia tidak terlepas dari praktik yang dipengaruhi oleh pelaku pasar yang ingin menerapkan metode *Wall Street.*

Sebagai contoh, menurut, PDBI (1997: 61):

> Pada Juni 1995 dunia usaha Indonesia dikejutkan ketika Jopie Wijaya mengakuisisi saham Bank Papan Sejahtera melalui pembelian saham secara diam-diam sehingga menjadi mayoritas. Akan tetapi pada bulan Agustus sebagian sahamnya dijual kembali ke Tirtamas *group* milik Hasim Djojohadikusumo, sehingga Jopie Wijaya mendapatkan *capital gain* sebesar Rp 77 milyar lebih. Oleh karena itu pemerintah Indonesia melalui Bapepam, pada periode itu, mempelajari dan mengikuti dengan seksama, agar tidak ketinggalan jaman dan selalu berkiblat dengan perkembangan regulasi dan perundang-undangan SEC di Amerika Serikat. Di AS, berkat sistem regulasi yang senantiasa ditingkatkan untuk menghadapi segala bentuk "*irregularities*" maka pola *hostile takeover* telah terdeteksi secara dini dan SEC dapat mengatur perlindungan masyarakat.

Praktik akuisisi eksternal yang lebih transparan adalah melalui *tender offer*, yaitu di mana perusahaan akuisitor secara terbuka mengumumkan akan membeli saham perusahaan target dengan harga tertentu. Harga ini supaya menarik bagi para pemegang saham perusahaan target yang akan menjual sahamnya, harus sedikit lebih tinggi dari harga pasar saat itu, sehingga mereka mau melepas sahamnya.

Latar belakang akuisisi eksternal yang beragam dan kondisi perusahaan masing-masing yang melakukan akuisisi, tentunya akan menimbulkan berbagai kinerja yang mungkin berhasil karena faktor

tertentu, dan mungkin kurang berhasil juga disebabkan faktor tertentu. Hal ini perlu dilakukan studi yang akan menjelaskan keberhasilan atau kegagalan yang dilakukan terkait dengan praktik akuisisi tertentu. Di pihak lain memang studi tentang akuisisi internal dan akuisisi eksternal masih sulit untuk mendapatkan referensinya.

2.5. Hubungan Kepemilikan Saham Manajemen dengan Metode Pembayaran Akuisisi

Kepemilikan saham oleh manajemen mempunyai sisi manfaat dan biaya. Pada awalnya, Berle dan Means dalam Weston *et al.*,, (1990), yang pertama kali mengatakan bahwa kepemilikan saham yang kecil oleh manajemen dalam perusahaan yang sahamnya tersebar akan mendorong manajemen mementingkan kepentingannya sendiri. Jika kepemilikan saham oleh manajemen meningkat, kepentingan mereka akan meningkat selaras dengan kepentingan para pemegang saham, sehingga penyimpangan dari maksimalisasi *value* akan menurun, Jensen and Meckling (1976).

Dalam akuisisi, seperti dikatakan oleh Amihud, *et al.*, (1990), bahwa tingkat kepemilikan saham oleh manajemen semakin tinggi, maka semakin tinggi probabilitas pembiayaan akuisisi dengan kas dibanding dengan saham. Selain itu temuan tersebut dapat diartikan berdasar informasi asimetris antara manajemen yang tahu persis informasi tentang perusahaan akuisitor dan investor ekstern yang tidak mempunyai informasi, di mana jika manajemen yakin bahwa saham perusahaannya

undervalued maka mereka cenderung melakukan akuisisi menggunakan kas. Selaras dengan hal tersebut, Stulz (1988) mengatakan bahwa para manajer enggan untuk menggunakan saham dalam membiayai akuisisi, karena dengan penggunaan saham sebagai alat pembiayaan dalam akuisisi, dikhawatirkan mereka akan mengalami *dilution of control,* dan memicu intervensi dari luar.

Di pihak lain, Martin (1996) menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen dalam jumlah kecil maupun besar, tidak ada hubungannya dengan probabilitas pembiayaan akuisisi dengan saham, akan tetapi kepemilikan manajemen dalam jumlah sedang mempunyai hubungan negatif signifikan dengan pembiayaan akuisisi dengan saham.

Pernyataan Martin ini mendukung pendapat Amihud dan Stulz, akan tetapi sedikit berbeda, yaitu di mana kekhawatiran akan adanya dilusi kontrol terhadap perusahaan dialami oleh manajemen yang kepemilikan sahamnya dalam jumlah sedang, sehingga terdapat hubungan negatif yang signifikan terhadap pembiayaan dengan saham. Akan tetapi jika kepemilikan saham manajemen sangat sedikit atau sangat banyak ternyata tidak ada korelasinya dengan probabilitas pembiayaan akuisisi dengan saham. Ini sangat logis karena jika kepemilikannya sangat tinggi, dengan pembayaran saham dalam jumlah tertentu, kekhawatiran akan terjadi dilusi kontrol tidak perlu ditakutkan, dan sebaliknya jika kepemilikan manajemen sangat kecil, dampak dilusi kontrol juga tidak akan terjadi, karena manajemen dengan kepemilikan yang sangat kecil memang tidak mempunyai hak kontrol yang signifikan.

2.6. Hubungan Kepemilikan Saham Manajemen dengan Jenis Akuisisi Internal atau Akuisisi Eksternal

Akuisisi internal yaitu akuisisi terjadi pada perusahaan yang berada dalam satu *group*, sedangkan akuisisi eksternal, yaitu jual-beli sebagian saham dari perusahaan publik dari pemilik lama kepada pemilik baru melalui *private placement* maupun pembelian saham. Selanjutnya, yang menjadi masalah menurut pengamatan Kwik (1998:495), bahwa ada hubungan yang kuat antara kepemilikan saham mayoritas dengan keputusan manajemen untuk melakukan akuisisi internal, seperti pada contoh bahasan di atas, yaitu akuisisi internal yang melibatkan kepemilikan manajemen di perusahaan target maupun di perusahaan akuisitor sebesar 80%, sementara publik hanya memiliki 20%, di mana dengan kepemilikan mayoritas ini manajemen dapat membeli sahamnya sendiri yang ada di perusahaan target dan menerima dana kas dari pembelian sahamnya sendiri untuk kepentingan sendiri. Dari pengamatan Wahjudi Prakarsa, dalam Darsono (2001) bahwa kepemilikan saham perusahaan *go public* masih dikuasai keluarga pendiri / *founder.* Konsentrasi kepemilikan ini memudahkan dalam pengambilan keputusan, di mana manajemen dengan leluasa bisa mengambil keputusan untuk melakukan akuisisi terhadap perusahaan dalam *group*nya sendiri.

Dalam praktik akuisisi internal biasanya dilakukan pembayaran akuisisi dengan kas, di mana manajemen perusahaan akuisitor yang tingkat kepemilikan sahamnya tinggi, akan memperoleh keuntungan

finansial yang tinggi tanpa kehilangan kontrol terhadap perusahaan target. Mereka mendapat uang kas atas sahamnya di perusahaan target, bahkan sebagian dana tersebut dapat digunakan untuk membeli saham baru perusahaan akuisitor sehingga kontrol terhadap perusahaan target secara tidak langsung meningkat, Kwik (1999: 495). Akses manajer dengan kepemilikan saham tinggi ini menyebabkan kecenderungan memilih akuisisi internal, yang sebenarnya dengan tujuan untuk kepentingan manajer itu sendiri. Sebaliknya bagi pemegang saham minoritas, mereka tidak akan dapat memperoleh keuntungan yang besar dari transaksi akuisisi internal tersebut.

Sementara itu, Sushka dan Yvette Bendect, (1987) yang melakukan studi tentang *External merger, Internal Merger* dan *Emergency Merger* pada *Bank merger* dan *stockholder wealth,* menemukan bahwa akuisisi bank dengan cara *external merger* menghasilkan *negative return*, akan tetapi dengan cara *internal merger* menghasilkan *normal return*, sedangkan dengan cara *emergency merger* menghasilkan *positive return.* Alasan yang melatar belakangi temuan itu adalah bahwa manajemen perusahaan yang melakukan *internal merger* lebih mengetahui kondisi lingkungan yang dihadapi perusahaan target dengan lebih baik dibanding jika *external merger* karena masih dalam satu *group* sehingga menghasilkan *return* yang juga lebih baik.

Contoh praktek menurut David (2002), di USA yang pernah terjadi bukanlah akuisisi internal, akan tetapi adalah internal merger seperti yang pernah dilakukan oleh *Boeing Space Business*, di mana Boeing

melakukan merger unit bisnis *defense*, *space* dan *communication*-nya menjadi *single unit* yaitu *Integrated Defense System.* Penggabungan tersebut dengan tujuan supaya terjadi sinergi diantara ketiga unit bisnisnya, karena industri *aerospace* dan pelanggan militer mereka menghendaki keharusan untuk efisiensi industri.

2.7. Hubungan Metode Pembayaran Akuisisi dan Jenis Akuisisi Internal atau Eksternal dengan Faktor Fundamental Perusahaan yang Mempengaruhinya

2.7.1. *Free Cash Flow*

Net cash flow umumnya didefinisikan sebagai *net income* ditambah *noncash cost,* atau *net income* + *depreciation.* Namun manajemen tidak sepenuhnya bisa menggunakan *net cash flow* tersebut, karena untuk mendukung operasi rutinnya, sering perusahaan harus meningkatkan modal kerja dan aktiva tetapnya. Pada sisi lain, *free cash flow* merupakan *cash flow* yang sesungguhnya tersedia untuk didistribusikan kepada para pemegang saham, setelah perusahaan melaksanakan semua investasi modal kerja dan aktiva tetapnya guna mendukung operasinya, Brigham dan Gapenski (1993 : 680).

Sering terjadi konflik antara *principal* dan agen dalam hubungannya dengan *free cash flow* seperti yang dikenal dengan teori berdasar *agency cost of free cash flow* , Weston, *et al.*, (2002: 195) di mana agen mengharapkan *free cash flow* dipertahankan dalam perusahaan supaya dapat dimanfaatkan untuk mendukung investasi yang mereka rencanakan,

sehingga akan memperkuat kedudukan mereka di perusahaan. Sebaliknya *principal* menginginkan *free cash flow* dikembalikan kepada para pemegang saham, supaya penilaian saham dapat ditingkatkan.

Damodaran (1997 : 170) menghitung *Free Cash Flow* sebagai berikut:

Free Cash Flow = *EBIT* (1-*tax*) + *Depreciation and noncash charge* - Δ *NWC* - *Capital Expenditure* ..... (1)

Di mana :

EBIT: *Earning Before Interest and Taxes*

Δ *NWC*: tambahan *Net Working Capital*

Jadi, *Free Cash Flow* merupakan dana kas yang sebenarnya tersedia untuk didistribusikan kepada para pemegang saham dan para pemberi pinjaman. Semakin besar *Free Cash Flow*, semakin besar kemampuan untuk membiayai akuisisi dengan kas. Ini selaras dengan Jensen (1986) yang menyatakan bahwa *free cash flow* dalam jumlah yang besar memicu perusahaan akuisitor untuk membiayai akuisisi dengan kas. Jadi perusahaan yang mempunyai jumlah kas yang besar, atau *high cash flow*, atau kapasitas untuk berhutang yang cukup, cenderung menggunakan kas untuk membiayai investasinya.

Selain itu, semakin besar *Free Cash Flow* perusahaan akuisitor, cenderung semakin memilih untuk melakukan akuisisi internal dibanding akusisi eksternal, karena jika *group* yang berfungsi sebagai akuisitor tidak dalam kondisi *cash rich* atau dana kas dalam jumlah yang besar, menurut

Kwik (1998: 495), akan kurang manfaatnya bagi manajemen pemegang saham mayoritas.

2.7.2 *Financial Leverage*

Risiko keuangan adalah merupakan tambahan risiko yang ditanggung oleh pemegang saham sebagai akibat keputusan membiayai investasi dengan hutang. Sebenarnya perusahaan menanggung risiko terkait dengan operasinya, yaitu disebut *business risk*, yang merupakan ketidak pastian terkait dengan proyeksi *ROE*-nya, dengan anggapan bahwa perusahaan hanya dibiayai dengan modal saham.

Penggunaan hutang umumnya meningkatkan *ROE* yang diharapkan, di mana situasi ini terjadi jika *expected return on assets* yang diukur dengan rasio *EBIT / Total Assets* lebih besar dari *cost of debt*, Brigham dan Gapenski (1993: 395). Akan tetapi setelah titik optimal penggunaan hutang, biaya hutang akan meningkat sehingga tidak dibenarkan bagi perusahaan untuk menambah hutangnya, karena akan menimbulkan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan.

Financial Leverage diukur dengan rasio:

Debt to Total Assets = Debt / Total Assets ..... (2)

Dalam kaitannya dengan *leverage* Jensen (1986) mengatakan bahwa nilai *financial leverage* yang tinggi menunjukkan risiko yang tinggi, yaitu dengan penambahan hutang lagi akan meningkatkan risiko kebangkrutan yang signifikan. Oleh karena itu kecenderungan pembiayaan

akuisisi dengan kas akan menurun dengan meningkatnya *leverage*. Demikian juga jika leverage tinggi maka kecenderungan untuk melakukan akuisisi internal akan menurun, karena ketersediaan kas direncanakan untuk membiayai pelunasan bunga dan pinjaman terlebih dahulu, dibanding digunakan untuk membiayai akuisisi.

2.7.3. *Sustainable Growth*

Beberapa peneliti telah mempelajari isu tentang pertumbuhan berkesinambungan / *sustainable growh* / *SUSG*, dan semuanya berkesimpulan pada ide yang sama yaitu bahwa *sustainable growth* menunjukkan kemampuan perusahaan untuk tumbuh dari kemampuan yang ada dan menghasilkan *return* tanpa harus melakukan ekspansi, Higgins (1989 : 204). Oleh karena itu perusahaan dengan *sustainable growth* yang lebih tinggi akan membutuhkan dana kas yang lebih tinggi guna peningkatan operasinya, sehingga dalam menghadapi masalah pembiayaan akuisisi cenderung menyukai akuisisi dengan penukaran saham dibanding dengan pembayaran kas.

Menurut Klein (1992) ukuran *sustainable growth* dihitung sebagai berikut:

$$SUSG = ROE\ (1\text{-}DPR) \qquad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (3)$$

Di mana:

SUSG : *sustainable growth*

ROE: *Return On Equity*

DPR: *Dividend Payout Ratio*

Pendapat di atas didukung oleh Martin (1996) yang menyatakan bahwa semakin tinggi kesempatan pertumbuhan perusahaan akuisitor, cenderung menggunakan saham untuk membiayai akuisisi yang dilakukannya. Selain itu, kemungkinan pembiayaan dengan saham meningkat dengan lebih tingginya harga pasar saham perusahaan akuisitor sebelum akuisisi dan tingginya *return* sahamnya.

Jika dikaitkan dengan kecenderungan akuisisi internal atau eksternal, maka perlu diperhatikan bahwa kecenderungan akuisisi internal umumnya dilakukan dengan merujuk tulisan Kwik (1998: 481), bahwa akuisisi internal dilakukan oleh perusahaan akuisitor yang dalam kondisi *cash rich,* yang melakukan akuisisi dengan pembayaran kas kepada perusahaan target, yang adalah perusahaan dalam *group*-nya sendiri. Jika perusahaan dalam kondisi *sustainable growth* yang tinggi maka dalam melakukan akuisisi cenderung lebih menyukai akuisisi dengan pembayaran saham, karena kebutuhan dana kas diprioritaskan untuk mengembangkan usaha yang ada dan sedang berkembang. Oleh karena itu, perusahaan dengan *sustainable growth* yang tinggi cenderung melakukan akuisisi dengan pembayaran saham dan akuisisi yang dilakukan bisa akuisisi internal maupun akuisisi eksternal. Sedangkan jika *sustainable growth*-nya rendah berarti perusahaan akuisitor dapat membayarkan seluruh keuntungannya kepada pemegang saham atau digunakan untuk investasi lain. Untuk itu jika perusahaan tersebut melakukan akuisisi maka kecenderungan untuk membiayai dengan kas lebih besar, dan akuisisi yang dilakukan dalam kondisi *cash rich* adalah akuisisi internal.

2.7.4. *Relative Firm Size*

Relative Firm Size, atau besaran perbandingan antara ukuran perusahaan target dengan perusahaan akuisitor, merupakan variabel kontrol untuk mengetahui apakah perbedaan ukuran besarnya perusahaan target dan perusahaan akuisitor, dapat mempengaruhi cara pembiayaan saat mengakuisisinya, karena besarnya perusahaan secara potensial dapat mempengaruhi cara pembayaran akuisisi. Menurut penelitian Yook *et al.*, (1999), bahwa jika perusahaan target secara relatif lebih besar dari perusahaan akuisitor, maka perusahaan akuisitor cenderung mengakuisisi dengan menggunakan kas. Ini menurut peneliti dimungkinkan sebagai akibat berkembangnya pasar *junk bond* sehingga perusahaan yang relatif kecil dapat mengakuisisi perusahaan target yang relatif lebih besar dengan mengandalkan obligasi tersebut.

Untuk mengukur *relative firm size* ini digunakan rasio sebagai berikut:

$$\textit{Relative Firm Size} = \frac{\textit{Total Aktiva Perusahaan Target}}{\textit{Total Aktiva Perusahaan Akuisitor}} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (4)$$

Masalah akuisisi internal selalu dikaitkan dengan perusahaan dalam *group* di mana perusahaan yang satu, yaitu yang menjadi akuisitor dalam kondisi *cash rich* yang dapat mengeluarkan dana yang dibutuhkan, sedangkan perusahaan target kondisinya tidak perlu *cash rich* , Kwik (1998 : 495). Jika *relative firm size* lebih besar, dalam arti jika perusahaan target ukurannya lebih besar dari perusahaan akuisitor maka dana yang dibutuhkan untuk mengakuisisi perusahaan target akan lebih besar

sehingga ada kecenderungan melakukan akuisisi tidak menggunakan kas. Dugaan sementara jika tidak menggunakan kas maka akuisisi dilakukan dengan akuisisi eksternal, sedangkan jika akuisisi dilakukan dengan pembayaran kas kecenderungannya adalah akuisisi internal, karena adanya aspek mengeluarkan uang perusahaan akuisitor untuk kepentingan pemegang saham mayoritas dengan cara menjual saham perusahaan target yang juga dimiliki oleh pemegang saham yang sama. Di pihak lain jika *relative firm size*-nya lebih kecil perusahaan akuisitor lebih mudah melakukan akuisisi baik secara internal maupun secara eksternal.

2.7.5. *Market to Book Value*

Book Value perusahaan merupakan nilai yang tercantum di buku perusahaan sesuai nilai historisnya. Investor maupun analis menganggap bahwa nilai buku ada kecenderungan tidak sesuai dengan kondisi saat sekarang. Di pihak lain harga pasar saham umumnya tidak mendekati nilai buku perusahaan, melainkan mencerminkan potensi yang dimiliki perusahaan dari sudut pandang para investor, Gibson (2004 : 296). Jika nilai pasar melebihi nilai buku, maka investor menganggap bahwa perusahaan tersebut mempunyai potensi yang menguntungkan, baik dari sisi operasi maupun *asset*-nya.

Fama dan French dalam Bodie (2005 : 392) menunjukkan kemampuan rasio *market to book value* dalam memprediksi tingkat pengembalian saham. Fama and French membagi perusahaan-perusahaan kedalam 10 kelompok *(decile)* berdasar rasio *market to book value*,

kemudian menguji rata-rata bulanan *rate of return* masing-masing kelompok tersebut selama Juli 1963 sampai dengan Desember 1990. Kelompok *decile* terendah ternyata menghasilkan rata-rata *return* bulanan tertinggi yaitu 1,65%, sedangkan kelompok *decile* tertinggi ternyata menghasilkan rata-rata *return* bulanan terendah yaitu 0,72% . Hal ini menunjukkan bahwa rasio *market to book value* yang rendah cenderung *under price*, dan sebaliknya rasio *market to book value* yang tinggi cenderung *over price*.

Market to book value dihitung dengan rasio sebagai berikut:

$$MBV = \frac{Closing\ Price\ x\ Outstanding\ shares}{Book\ Value\ of\ Equity} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots \quad (5)$$

Yook, *et al.*, (1999), yang meneliti tentang perusahaan akuisitor, menguji pentingnya informasi *market to book value* ini, yang dianggap sebagai proksi *growth opportunity*. Hipotesis mereka jika *corporate insiders* mengetahui bahwa saham mereka *overvalue*, maka akuisitor cenderung menggunakan saham untuk mengakuisisi. Sebaliknya, jika *insiders* percaya bahwa saham perusahaan *undervalue*, maka akuisitor cenderung menggunakan kas untuk mengakuisisi. Logikanya bahwa jika saham *overvalue*, maka pembayaran dengan saham akan menurunkan harga saham menjadi keposisi yang normal, sedangkan jika saham *under value* maka manajemen akan enggan untuk melepas saham yang menjadi target sasaran beli oleh para investor.

Jika dikaitkan dengan akuisisi internal, maka informasi nilai saham yang *overvalue* atau *undervalue* menyebabkan kecenderungan manajemen lebih yakin untuk melaksanakan akuisisi internal atau eksternal. Jika manajemen yakin bahwa saham perusahaan *undervalue* maka sesuai dengan pandangan investor bahwa saham yang *undervalue* sering memberikan harapan *earning* yang meningkat, sehingga kecenderungannya adalah keuntungan yang menghasilkan *cash flow* yang lebih tinggi dari pada saham yang *overvalue*. Internal akuisisi cenderung dilakukan oleh perusahaan akuisitor yang berada dalam kondisi *cash rich*, Kwik (1998: 495), sehingga dengan kata lain bahwa perusahaan yang dinilai sebagai *undervalue* cenderung dapat melakukan akuisisi internal.

2.8 Kinerja Saham Jangka Panjang Pasca Akuisisi

Pertanyaan paling penting dalam studi tentang merger dan akuisisi adalah apakah *combined return* bagi perusahaan akuisitor dan perusahaan target positif atau negatif, atau dengan kata lain apakah merger dan akuisisi merupakan investasi yang menghasilkan *net present value* positif. Seperti dikatakan di depan bahwa teori merger berdasar sinergi dan efisiensi memprediksi bahwa *combined return*-nya adalah positif, sedangkan teori merger berdasar *agency cost of free cash flow* dan *managerial entrenchment* menyatakan bahwa merger akan menurunkan *wealth* dan memprediksi *combined return* akan negatif.

Pada awalnya banyak studi empiris tentang *combined return* yang dilakukan dalam merger menggunakan metode *event study*. Salah satunya

adalah Travlos (1987), yang menyatakan bahwa rata-rata perusahaan akuisitor mengalami negatif excess *return* saat pengumuman *stock financed acquisition* dan mengalami *normal return* saat pengumuman *cash financed acquistion,* dan ini selaras dengan *signaling hypothesis* bahwa akuisisi dengan pertukaran saham membawa informasi negatif yang artinya akuisitor sahamnya *overvalued. Event study* ini menganalisis merger dengan periode *window* yang relatif pendek yaitu hanya beberapa hari sebelum dan sesudah pengumuman merger dan akuisisi.

Studi ini juga menggunakan *event study* akan tetapi dengan menggunakan periode *window* yang lebih panjang, untuk mengukur kinerja jangka panjang pasca akuisisi. Seperti yang telah dilakukan oleh Agrawal *et al.,* (1992), yang menyatakan bahwa *tender offer* diikuti oleh *abnormal return* yang tidak signifikan, sedangkan merger diikuti oleh *abnormal return* signifikan -10% selama 5 tahun setelah hari efektif. Selanjutnya, Loughran dan Vijh (1997) menyatakan bahwa bagi pemegang saham perusahaan akuisitor, *return* sahamnya, yang diukur 5 tahun pasca akuisisi, lebih tinggi dari *matching stock return* jika akuisisi dilakukan dengan *tender offer* dan pembayaran menggunakan kas. Sebaliknya *return* sahamnya lebih rendah dari *matching stock return* jika akuisisi dilakukan dengan *merger offer* dan pembayaran menggunakan saham. Di sisi lain Rau dan Vermaelen (1998) menyatakan bahwa setelah merger perusahaan dengan *market to book* value tinggi, mempunyai kinerja pasca merger yang negatif. Sebaliknya, mereka menemukan bahwa *growth firms,* dengan *market to book value* rendah secara signifikan menunjukkan

kinerja pasca merger yang positif.

Problem dalam *event study* dengan periode window yang panjang ini menurut Fama (1998) adalah *lack of theory,* sehingga temuan *cumulative abnormal return* yang positif atau negatif dalam jangka panjang itu adalah terjadi hanya secara random. Akan tetapi dengan temuan-temuan mereka paling tidak akan menambah bukti empiris yang akan menambah pengetahuan tentang kinerja jangka panjang pasca akuisisi secara empiris.

2.9 Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang akuisisi banyak dilakukan baik terhadap perusahaan akuisitor maupun perusahaan target. Penelitian-penelitian tersebut berkaitan dengan proses akuisisi yang meliputi perusahaan akuisitor, perusahaan target, manajemen yang memutuskan akuisisi, tujuan akuisisi, metode pembayaran akuisisi, reaksi pasar, tingkat pengembalian saham, dan mungkin masih ada hal-hal lain yang perlu diteliti, berkaitan dengan masalah perusahaan yang terlibat dalam akuisisi.

Amihud, *et al.,* (1990) menyatakan bahwa tingkat kepemilikan saham manajemen yang rendah akan berkorelasi negatif dengan kemungkinan pembiayaan akuisisi dengan saham, dan manajemen perusahaan akuisitor yang menilai tinggi terhadap kontrol perusahaan lebih menyukai pembayaran dengan kas dalam transaksi akuisisi, supaya terhindar dari *control dilution.* Artinya semakin tinggi kepemilikan

saham manajemen akan cenderung membiayai akuisisinya dengan kas.

Martin (1996) dalam penelitiannya tentang metode pembayaran akuisisi, kesempatan investasi dan kepemilikan saham manajemen menemukan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen dalam jumlah rendah dan tinggi tidak berkaitan dengan probabilitas pembiayaan dengan saham, tetapi kepemilikan saham dalam jumlah sedang, berkorelasi negatif dengan probabilitas pembiayaan dengan saham. Ini menunjukkan bahwa jika kepemilikan dalam jumlah sedang, bertambahnya jumlah saham baru karena pembayaran dengan saham akan menyebabkan terjadinya *dilution of control* yang signifikan. Sebaliknya kepemilikan saham tinggi tidak akan menyebabkan *dilution of control* yang signifikan. Begitu juga jika kepemilikan saham rendah tidak akan terjadi *dilution of control,* karena sejak semula manajemen dengan kepemilikan saham rendah memang tidak mempunyai hak kontrol yang signifikan. Selain itu temuannya mendukung dugaan bahwa semakin tinggi kesempatan pertumbuhan perusahaan akuisitor, cenderung menggunakan saham untuk membiayai akuisisi yang dilakukannya, dan kemungkinan pembiayaan dengan saham tersebut akan meningkat dengan lebih tingginya harga pasar saham perusahaan akuisitor sebelum akuisisi dan tingginya *return* sahamnya. Kemungkinan pembiayaan dengan saham perusahaan akuisitor akan menurun dengan semakin banyaknya *cash* yang tersedia, lebih banyaknya *institutional share holding* dan *block holding* dan dalam *tender offer.* Ini ada hubungannya dengan *dilution of control* yang tidak diinginkan oleh

manajemen maupun *institutional share holding* dan *block holding.* Adanya *institutional share holding* dan *block holding* merupakan pihak-pihak yang melakukan kontrol terhadap praktik yang dilakukan oleh manajemen. Oleh karena itu jika memang terdapat banyak dana kas, maka perusahaan akuisitor cenderung tidak ingin membayar dengan saham.

Ghosh dan Ruland (1998) meneliti bagaimana para manajer perusahaan akuisitor dan perusahaan target lebih menyukai pengendalian hak, yang memotivasi pembayaran akuisisi perusahaan. Mereka memperkirakan bahwa para manajer perusahaan target, yang ingin mempertahankan pekerjaan mereka, lebih menyukai menerima saham. Analisis mereka menunjukkan hubungan positif dan signifikan antara *managerial ownership* perusahaan target dan kemungkinan akuisisi menggunakan pembayaran dengan saham. Selain itu, juga ditemukan bahwa para manajer perusahaan target cenderung mempertahankan pekerjaan mereka di perusahaan yang bergabung, jika mereka menerima saham dibandingkan menerima kas.

Yook, *et al.*, (1999), menguji hipotesis informasi asimetris dan hipotesis kontrol manajemen, dengan pengujian hubungan antara *insider trading* dan *insider holding* untuk memilih metode pembayaran dalam akuisisi. Hasilnya menunjukkan bahwa baik *insider holding* maupun *insider trading* ada hubungan signifikan dengan metode pembayaran akuisisi. Temuan selanjutnya, bahwa ada hubungan signifikan antara aktivitas *insider trading* dan reaksi pasar atas adanya pengumuman

akuisisi. Kesimpulan peneliti, bahwa terdapat informasi asimetris dalam pasar *takeover* dan hal itu mempengaruhi metode pembayarannya. *Corporate insider* lebih mengetahui tentang harga sahamnya *over* atau *under valued.* Hipotesisnya adalah jika *corporate insiders* yakin sahamnya *over valued* maka dalam pelaksanaan akuisisi perusahaan akuisitor cenderung menggunakan pembayaran dengan saham, karena jika sahamnya *over valued* maka dengan penukaran saham umumnya merupakan sinyal negatif sehingga harga saham akan terkoreksi sampai mendekati harga yang lebih wajar. Penelitian empiris menunjukkan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman *stock issues*, Smith (1986).

Travlos (1987) dalam penelitiannya tentang hubungan metode pembayaran akuisisi dengan kinerja saham perusahaan mengatakan bahwa rata-rata perusahaan akuisitor mengalami negatif *excess return* saat pengumuman *stock financed acquisition* dan mengalami *normal return* saat pengumuman *cash financed acquisition.* Ini selaras dengan *signaling hypothesis* bahwa akuisisi dengan pertukaran saham membawa informasi negatif yang artinya akuisitor sahamnya *overvalued.*

Loughran dan Vijh, (1997) meneliti hubungan antara *post acquisition return* , model akuisisi, dan cara pembayaran akuisisi. Selama 5 tahun setelah akuisisi, rata-rata perusahaan yang melakukan sepenuhnya *stock merger* mendapatkan *negative excess return* yang signifikan sebesar -25% sedangkan perusahaan yang melakukan *cash tender offers* mendapatkan *positive excess return* yang signifikan sebesar

61,7%. Sepanjang periode *preacquisition* dan *postacquisition* pemegang saham perusahaan target yang memegang saham perusahaan akuisitor sebagai pembayaran dalam *stock merger* tidak mendapatkan *positive stock return* yang signifikan. Selaras dengan temuan sebelumnya Agrawal, *et al.*, (1992) menemukan bahwa *tender offer* diikuti oleh *posistive abnormal return* yang tidak signifikan, sedangkan merger diikuti oleh *abnormal return* signifikan -10% selama 5 tahun setelah hari efektif.

Di pihak lain, Walter dan Walker (1996) menyatakan bahwa metode pembayaran dalam akuisisi dipengaruhi oleh 1) kondisi keuangan perusahaan akuisitor, 2) cara akuisisi yang dilakukan secara halus atau secara paksa dan 3) sejauh mana kepemilikan *insiders.* Kondisi keuangan yang diteliti meliputi *free cash flow*, *leverage* dan *market to book value.* Kecenderungan pembiayaan akuisisi dengan kas secara signifikan menurun jika *free cash flow* menurun, atau jika *leverage* meningkat, sedangkan *market to book value* hubungannya negatif dan signifikan terhadap pembiayaan dengan kas. *Hostile take over* cenderung menggunakan pembayaran kas, karena lebih cepat penyelesaiannya dan manajer perusahaan target sulit untuk menghindarinya. Sedangkan dengan meningkatnya *insider controls* akan meningkatkan kecenderungan pembayaran akuisisi dengan kas.

Temuan yang agak berbeda adalah dari Heron and Lie (2002), yang meneliti hubungan pembayaran dalam akuisisi, manajemen *earning* dan kinerja operasi perusahaan. Penelitian dilakukan terhadap sejumlah besar

sampel perusahaan yang melakukan akuisisi antara tahun 1985 dan 1997. Sebelum akuisisi, akuisitor umumnya menunjukkan tingkat kinerja operasi lebih baik dibanding rata-rata industri. Setelah akuisisi, akuisitor masih terus menunjukkan kinerja lebih bagus dari rata-rata industri dan mengalami tingkat kinerja operasi yang lebih tinggi secara signifikan dibanding *controls firm* dengan kinerja operasi *pre-event* yang sama. Selanjutnya mereka menyatakan, bahwa tidak ada bukti bahwa metode pembayaran (kas atau menggunakan saham) bisa memberikan informasi tentang kinerja operasi akuisitor dimasa yang akan datang.

Artikel tentang *internal merger* dan *external merger* sangat jarang ditulis oleh para peneliti di luar negeri. Ini menunjukkan bahwa praktek akuisisi internal yang dibedakan dari akuisisi eksternal di luar negeri tidak banyak menimbulkan masalah, atau tidak menimbulkan sinyal positif atau negatif. Salah satu studi empiris yang dilakukan oleh Sushka dan Bendect (1987), meneliti tentang merger perusahaan bank, yang memisahkan dalam tiga kategori merger, yaitu:

1) merger yang disebabkan *emergency rescue* yang diatur oleh pihak yang berwewenang,
2) *non emergency merger* di mana perusahaan target adalah perusahaan diluar *holding*, yang disebut *external merger* dan
3) *non emergency merger* di mana perusahaan target adalah merupakan salah satu unit bisnis dari perusahaan *holding*.

Hasilnya, secara empiris bahwa merger dengan cara *emergency rescue* menghasilkan *positive return*, sedangkan *external merger*

menghasilkan *negative return* dan *internal merger* menghasilkan *normal return.*

Rau dan Vermaelen (1998) melakukan studi untuk menilai *longterm performance* dari perusahaan pasca merger, yang periode penelitiannya 1980-1991, dengan menggunakan *cumulative abnormal return* selama 3 tahun. Hasilnya mereka menyatakan bahwa setelah merger perusahaan dengan *market to book* value tinggi, mempunyai kinerja pasca merger yang negatif. Sebaliknya, mereka menemukan bahwa *growth firms,* dengan *market to book value* rendah secara signifikan menunjukkan kinerja pasca merger yang positif.

Temuan lain oleh Mitchel and Stafford (2000), yang meneliti perusahaan merger antara tahun 1961-1993, menyatakan bahwa kinerja jangka panjang perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi menggunakan pembayaran kas menunjukkan *3 years- value weighted abnormal return* positif sebesar 3,6%, sedangkan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan saham menunjukkan *3 years-value weighted abnormal return* negatif sebesar - 4,3%, di mana perbedaan tersebut secara statistik signifikan. Selanjutnya dalam temuan mereka juga mengkaitkan perusahaan akuisitor yang *market to book value* nya tinggi menghasilkan *3 years-value weighted abnormal return* negatif sebesar -7,2%, dan perusahaan akuisitor yang *market to book value-*nya rendah menghasilkan *3 years-value weighted abnormal return* positif sebesar 1,1%, akan tetapi besaran angka tersebut secara statistik tidak signifikan.

Hasil-hasil studi empiris memotivasi penciptaan model teoritis. Shleifer and Vishny (2003) telah mengembangkan model *stock market driven acquisitions.* Dalam modelnya, para manajer adalah rasional, mengkalkulasi dan mengambil keuntungan dari persepsi yang salah oleh para investor. Aspek kunci dari teorinya adalah pemilihan kas atau saham dari pihak akuisitor / penawar. Kas digunakan jika perusahaan target *undervalued*, sedangkan saham digunakan jika saham akuisitor *overvalued.* Implikasi teorinya adalah bahwa kinerja harga saham jangka panjang yang mengikuti pembiayaan akuisisi menggunakan kas akan positif, sedangkan yang mengikuti pembiayaan akuisisi menggunakan saham, akan negatif. Oleh karena itu, studi kinerja pasca akuisisi dalam jangka panjang sangat penting untuk menguatkan teori tersebut.

Studi ini bertujuan untuk mengidentifikasi adanya pengaruh antara kepemilikan saham manajemen mayoritas dan minoritas dengan metode pembayaran akuisisi. Mengikuti Amihud, *et al.*, (1990), Walter dan Walker (1996) dan Yook, *et al.*, (1999), studi ini mendasarkan hipotesis pada temuan mereka, yaitu bahwa ada hubungan yang signifikan antara kepemilikan saham manajemen dengan metode pembayaran akuisisi, di mana kepemilikan saham manajemen yang tinggi cenderung melakukan pembayaran akuisisi dengan kas, karena ada kekhawatiran terjadinya *dillution of control* dan sebaliknya kepemilikan manajemen yang rendah cenderung melakukan pembayaran akuisisi dengan saham.

Selanjutnya, studi ini bertujuan mengidentifikasi pengaruh faktor fundamental perusahaan, meliputi variabel – variabel *free cash flow, financial leverage, sustainable growth, relative firm size dan market to book value* terhadap metode pembayaran akuisisi. Mengikuti Jensen (1986) yang menyatakan bahwa *free cash flow* dalam jumlah yang besar memicu perusahaan akuisitor untuk membiayai akuisisi dengan kas dan di sisi lain *financial leverage* yang tinggi menunjukkan risiko yang tinggi, sehingga penambahan hutang lagi akan meningkatkan risiko kebangkrutan yang signifikan. Oleh karena itu kecenderungan pembiayaan akuisisi dengan kas akan menurun dengan tingginya *financial leverage.*

Mengikuti Martin (1996) yang menyatakan bahwa semakin tinggi kesempatan pertumbuhan perusahaan akuisitor, maka perusahaan dengan *sustainable growth* yang tinggi cenderung menggunakan saham untuk membiayai akuisisi yang dilakukannya. Selain itu, kemungkinan pembiayaan dengan saham meningkat dengan lebih tingginya harga pasar saham perusahaan akuisitor sebelum akuisisi dan tingginya *return* sahamnya.

Mengikuti Yook, *et al.*, (1999), yang menyatakan bahwa jika *relative firm size* yang tinggi atau jika perusahaan target secara relatif lebih besar dari perusahaan akuisitor, maka perusahaan akuisitor cenderung mengakuisisi dengan menggunakan kas. Menurut mereka dimungkinkan sebagai akibat berkembangnya pasar *junk bond* sehingga perusahaan yang relatif kecil dapat mengakuisisi perusahaan target yang relatif lebih besar

dengan mengandalkan obligasi tersebut. Selain itu mereka juga menyatakan bahwa jika *corporate insiders* mengetahui bahwa saham mereka *overvalue*, yang ditandai dengan *market to book value* yang tinggi, maka akuisitor cenderung menggunakan saham untuk mengakuisisi. Sebaliknya jika *insiders* percaya bahwa saham perusahaan *undervalue*, maka akuisitor cenderung menggunakan kas untuk mengakuisisi.

Selanjutnya studi ini bertujuan mendeteksi kinerja saham jangka panjang pasca akuisisi, yang dikaitkan dengan metode pembayaran akuisisi dan akuisisi itu sendiri. Mengikuti Loughran dan Vijh, (1997) menyatakan bahwa selama 5 tahun setelah akuisisi, rata-rata perusahaan yang melakukan sepenuhnya *stock merger* mendapatkan *negative excess return* yang signifikan, sedangkan perusahaan yang melakukan *cash tender offers* mendapatkan *positive excess return* yang signifikan. Sepanjang periode *preacquisition* dan *postacquisition* pemegang saham perusahaan target yang memegang saham perusahaan akuisitor sebagai pembayaran dalam *stock merger* tidak mendapatkan *positive stock return* yang signifikan.

Penelitian ini akan berusaha mencari jawaban atas praktek akuisisi internal dan akuisisi eksternal dikaitkan dengan kepemilikan saham manajemen, faktor fundamental perusahaan dan kinerja saham jangka panjang pasca akuisisi. Akan tetapi, karena referensi penelitian terdahulu belum ada maka diperkirakan hasilnya masih belum ada pembandingnya. Referensi yang ada adalah dari penelitian Sushka dan Yvette Bendect, (1987) yang menyatakan bahwa akuisisi bank dengan

cara *external merger* menghasilkan *negative return*, akan tetapi dengan cara *internal merger* menghasilkan *normal return*, sedangkan dengan cara *emergency merger* menghasilkan *positive return.*

Berikut ini adalah Tabel 2.1 yang menggambarkan secara ringkas tentang peneliti, judul dan hasil penelitiannya:

Tabel 2.1

RINGKASAN PENELITI, JUDUL PENELITIAN DAN HASIL PENELITIAN

Peneliti	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
Amihud, Lev dan Travlos (1990)	*Corporate Control Contest and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisition*	Tingkat kepemilikan saham manajemen yang rendah akan berkorelasi negatif dengan kemungkinan pembiayaan akuisisi dengan saham, dan manajemen perusahaan akuisitor yang menilai tinggi terhadap control perusahaan lebih menyukai membayar kas dalam transaksi akuisisi, supaya terhindar dari *control dilution.*
Martin (1996)	*Method of Payment in Corporate acquisition, Investment Opportunities and Management Ownership*	Semakin tinggi kesempatan pertumbuhan perusahaan akuisitor, cenderung menggunakan saham untuk membiayai akuisisi yang dilakukannya. Selain itu, kemungkinan pembiayaan dengan saham meningkat dengan lebih tingginya harga pasar saham perusahaan akuisitor sebelum akuisisi dan tingginya *return* sahamnya.
Ghosh dan Ruland (1998)	*Managerial ownership, method of payment for acquisition and Executive Job retention*	Ada hubungan positif dan signifikan antara *managerial ownership* perusahaan target dan kemungkinan akuisisi menggunakan pembayaran dengan saham. Selain itu, bahwa para manajer perusahaan cenderung mempertahankan pekerjaan mereka di perusahaan yang bergabung, jika mereka menerima saham dibandingkan menerima *cash.*
Yook, Partha dan McCabe (1999)	*Information asymmetry, Management Control, and Method of Payment in Acquisition*	Ada hubungan signifikan antara *insider ownership* dan *insider trading* dengan metode pembayaran dalam akuisisi. *Firms with high insider ownership tend to use cash in acquisitions and those with low insider ownership tend to use stock.* Selain itu jika *relative firm size* tinggi, di mana perusahaan target lebih besar dari perusahaan akuisitor, maka perusahaan akuisitor cenderung membayar dengan kas. Hal ini disebabkan pasar *junk bond* yang berkembang saat itu.

Travlos (1987),	*Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firm 'Stock*	Bahwa rata-rata perusahaan akuisitor mengalami negatif excess *return* saat pengumuman *stock financed acquisition* dan mengalami *normal return* saat pengumuman *cash financed acquistion,* dan ini selaras dengan signaling hypothesis bahwa akuisisi dengan pertukaran saham membawa informasi negatif yang artinya akuisitor sahamnya *overvalued.*
Loughran dan Vijh, (1997)	*Do Long-Term Shareholders Benefit Form Corporate Acquisitions?*	Bagi pemegang saham perusahaan akuisitor, *return* sahamnya, yang diukur 5 tahun pasca akuisisi, lebih tinggi dari *matching stock return* jika akuisisi dilakukan dengan *tender offer* dan pembayaran menggunakan kas. Sebaliknya *return* sahamnya lebih rendah dari *matching stock return* jika akuisisi dilakukan dengan *merger offer* dan pembayaran menggunakan saham.
Agrawal, Jaffe dan Mandelker (1992)	*Tender offer, merger* dan *abnormal return*	Bahwa *tender offer* diikuti oleh *abnormal return* yang tidak signifikan, sedangkan merger diikuti oleh *abnormal return* signifikan -10% selama 5 tahun setelah hari efektif.
Walter and Walker (1996)	*An Empircal Analysis of the Choice of Payment Method in Corporate Acquisitions During 1980 to 1990*	Pembiayaan akuisisi dengan kas menurun jika *free cash flow* menurun, atau jika *leverage* meningkat, sedangkan *market to book value* hubungannya negatif terhadap pembiayaan dengan kas. *Hostile take over* cenderung menggunakan pembayaran kas, dan meningkatnya *insider controls* akan meningkatkan kecenderungan pembayaran akuisisi dengan kas.
Heron dan Lie (2002)	*Operating Performance and Method of Payment in Takeovers*	Sebelum akuisisi, akuisitor umumnya menunjukkan tingkat kinerja operasi lebih baik dibanding rata-rata industri. Setelah akuisisi, akuisitor masih terus menunjukkan kinerja lebih bagus dari rata-rata industri dan mengalami tingkat kinerja operasi yang lebih tinggi secara signifikan dibanding *controls firm* dengan kinerja operasi *pre-event* yang sama. Tidak ada bukti bahwa metode pembayaran (cash atau menggunakan saham) bisa memberikan informasi tentang kinerja operasi akuisitor dimasa yang akan datang.
Sushka dan Yvette Bendect, (1987)	*External merger, Internal Merger dan Emergency Merger pada Bank merger* dan *stockholder wealth*	Akuisisi bank dengan cara *external merger* menghasilkan *negative return*, akan tetapi dengan cara *internal merger* menghasilkan *normal return*, sedangkan dengan cara *emergency merger* menghasilkan *positive return.*
Rau and Vermaelen (1998)	*Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms*	Setelah merger perusahaan dengan *market to book* value tinggi, mempunyai kinerja pasca merger yang negatif. Sebaliknya, mereka menemukan bahwa *growth firms,* dengan *market to book value* rendah secara signifikan menunjukkan kinerja pasca merger yang positif.

Mitchel and Stafford (2000)	*Managerial Decisions and Long-term Stock Price Performance*	Kinerja jangka panjang perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi menggunakan pembayaran kas menunjukkan *3 years- value weighted abnormal return* positif sebesar 3,6%, sedangkan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan saham menunjukkan *3 years-value weighted abnormal return* negatif sebesar - 4,3%, di mana perbedaan tersebut secara statistik signifikan.
Shleifer and Vishny (2003)	*Stock Market Driven Acquisitions*	Kas digunakan jika saham perusahaan akuisitor *undervalued*, sedangkan saham digunakan jika saham akuisitor *overvalued* dan kinerja harga saham jangka panjang yang mengikuti pembiayaan akuisisi menggunakan kas akan positif, sedangkan yang mengikuti pembiayaan akuisisi menggunakan saham, akan negatif.

BAB 3

KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

3.1. Kerangka Konseptual

a) Konsep Pengaruh Kepemilikan Saham Manajemen terhadap Metode Pembayaran Akuisisi dan Pemilihan Jenis Akuisisi

Teori *agency* menyarankan bahwa masalah keagenan akan menimbulkan aktivitas merger. Dalam teori *agency* ini dinyatakan bahwa perusahaan yang dikelola dengan baik berarti manajemen menjalankan perusahaan sesuai dengan keinginan pemegang saham, yaitu *maximizing shareholder wealth.* Supaya manajemen, sebagai agen para pemegang saham, bekerja sesuai dengan harapan pemegang saham perlu biaya pemantauan atau timbul biaya keagenan. Sejalan dengan hal itu, muncul mekanisme pasar yaitu jika kinerja manajemen tidak sesuai dengan keinginan pemegang saham, akan timbul usaha untuk menjadikan perusahaan tersebut sebagai target akuisisi dari perusahaan lain.

Kepemilikan saham manajemen merupakan faktor yang dapat meningkatkan atau mengurangi timbulnya masalah keagenan, karena manajemen sebagai pemilik saham mayoritas atau minoritas akan mempengaruhi konflik antara pemegang saham dan manajer. Ini berlaku juga pada saat perusahaan akuisitor akan mengakuisisi perusahaan target dimana muncul dilema apakah metode pembayaran dalam akuisisi menggunakan kas atau dengan

saham. Dalam akuisisi, seperti dikatakan oleh Amihud, *et al.*, (1990) bahwa tingkat kepemilikan manajemen yang rendah, akan berkorelasi negatif dengan kemungkinan pembiayaan akuisisi dengan saham, karena manajemen khawatir akan terjadinya *dillution of control.* Dari uraian di atas dapat dihipotesiskan bahwa kepemilikan saham manajemen akan mempengaruhi cara pembayaran akuisisi (hipotesis -1).

Selain itu, bahwa pada saat menentukan pilihan jenis akuisisi, apakah jenis akuisisi internal atau akuisisi eksternal yang akan dilakukan, diperkirakan kepemilikan saham manajemen juga akan mempengaruhi jenis akuisisi. Ini terkait dengan dugaan bahwa saat melakukan akuisisi internal, pemilik merupakan pemegang saham mayoritas pada perusahaan akuisitor maupun pada perusahaan target, dan kedua perusahaan tersebut merupakan perusahaan dalam group yang sama, Kwik (1998:480). Dari uraian di atas dapat dihipotesiskan bahwa kepemilikan saham manajemen mempengaruhi pemilihan jenis akuisisi internal atau akuisisi eksternal (hipotesis -2).

b) Konsep Pengaruh Faktor Fundamental terhadap Metode Pembayaran Akuisisi dan Jenis Akuisisi

Faktor fundamental perusahaan merupakan kondisi *basic data* perusahaan, seperti *assets, earning, sales, risk* dan lain-lain, di mana dalam analisis fundamental untuk memperkirakan nilai

saham digunakan *basic data* perusahaan tersebut, Jones (1998: 400). Perbandingan antara angka-angka *basic data* tersebut dapat digunakan sebagai bahan untuk membuat estimasi pengaruhnya terhadap perusahaan yang akan melakukan akuisisi.

Faktor fundamental perusahaan akuisitor sebelum akuisisi diperkirakan mempengaruhi cara pembayaran dan pemilihan jenis akuisisi. Pengetahuan tentang pengaruh faktor fundamental yang konsisten terhadap cara pembayaran dan pemilihan jenis akuisisi ini dapat memberikan sinyal yang penting bagi para investor.

Dari tinjauan teori bahwa perusahaan akuisitor dengan *free cash flow* yang tinggi, cenderung lebih mampu dalam melakukan akuisisi dengan pembayaran kas. Demikian juga jika *free cash flow* tinggi maka kecenderungan melakukan akuisisi internal juga tinggi, Walter dan Walker (1996).

Di sisi lain, perusahaan dengan *financial leverage* yang tinggi menunjukkan risiko yang tinggi, yaitu dengan penambahan hutang lagi akan meningkatkan risiko kebangkrutan yang signifikan. Oleh karena itu, kecenderungan pembiayaan akuisisi dengan kas akan menurun dengan meningkatnya *financial leverage*. Demikian juga jika *financial leverage* tinggi, kecenderungan untuk melakukan akuisisi internal juga menurun, karena dengan beban tetap yang tinggi maka kebutuhan dana kas untuk akuisisi internal juga menurun, Walter dan Walker (1996).

Perusahaan dengan kondisi *sustainable growth* yang tinggi

cenderung membutuhkan dana kas untuk membiayai pertumbuhan nya, sehingga jika melakukan akuisisi cenderung tidak menggunakan kas. Demikian juga jika *sustainable growth* tinggi, kebutuhan dana kas untuk pertumbuhan juga tinggi sehingga kecenderungan untuk melakukan akuisisi internal menurun, Martin (1996).

Sementara itu perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan kondisi *relative firm size* yang tinggi, cenderung menggunakan kas untuk mengakuisisi perusahaan target. Ini mungkin dilakukan karena didukung adanya pasar *junk bond* yang berkembang saat itu, Yook, *et al.*, (1999). Demikian juga jika *relative firm size* tinggi, maka untuk mengakuisisi perusahaan target dibutuhkan dana yang sangat besar, dan hal itu dapat direalisasi dengan akuisisi internal karena perusahaan target dan perusahaan akuisitor masih dalam satu group.

Perusahaan dengan *market to book value* yang tinggi diperkirakan sebagai perusahaan yang harga sahamnya *overvalued*, sehingga untuk memanfaatkan kondisi tersebut dalam melakukan akuisisi cenderung menggunakan saham. Ini disebabkan jika dilakukan pembayaran dengan saham yang *overvalued* maka saham akan terkoreksi menjadi harga yang lebih wajar. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan *earning* sering terkait dengan perusahaan yang sahamnya dinilai *undervalued.* Oleh karena itu, perusahaan dengan *market to book value* yang rendah kecenderung annya akan melakukan akuisisi internal, Yook, *et al., (1999).*

Dari uraian di atas dapat dihipotesiskan bahwa beberapa variabel dalam faktor fundamental perusahaan akuisitor, yaitu *free cash flow, financial leverage, sustainable growth, relative firm size dan market to book value* mempengaruhi metode pembayaran akuisisi (hipotesis-3), dan variable-variabel *free cash flow, financial leverage, sustainable growth, relative firm size dan market to book value* juga mempengaruhi pemilihan jenis akuisisi internal dan eksternal (hipotesis-4).

c) Konsep Kinerja *stock return* Jangka Panjang Pasca Akuisisi

Hasil studi empiris telah memotivasi pembentukan model teoritis, seperti teori-teori merger dan akuisisi yang muncul seiring dengan banyaknya hasil studi empiris. Teori merger dan akuisisi berdasar sinergi dan efisiensi memprediksi bahwa *combined return* dalam merger adalah positif. Sebaliknya teori berdasar *agency cost of free cash flow* dan *managerial entrenchment* menyatakan bahwa merger akan mengurangi *wealth* dan memprediksi bahwa *combined return* dari merger adalah negatif, Weston (2002 : 195)

Shleifer dan Vishny (2003) telah mengembangkan model *stock market driven acquisition.* Dalam modelnya, bahwa para manajer bertindak rasional, menghitung, dan mengambil keuntungan dari kesalahan persepsi para investor. Aspek kunci dalam teorinya adalah pilihan akuisitor antara pembayaran kas atau pembayaran dengan saham. Pembayaran dengan kas dilakukan jika target *undervalue*, dan

dengan saham jika target *overvalue*. Implikasi teori ini adalah bahwa kinerja tingkat pengembalian saham jangka panjang, yang mengikuti akuisisi dibiayai dengan kas, menghasilkan *return* yang positif, dan sebaliknya yang mengikuti akuisisi yang dibiayai dengan saham, menghasilkan return yang negatif.

Cumulative Abnormal Return, merupakan ukuran kinerja tingkat pengembalian saham jangka panjang pasca akuisisi, seperti yang dilakukan oleh Rau dan Vermaelen (1998). Secara umum mereka mengatakan kinerja harga saham pasca merger umumnya lebih rendah, yaitu –4,04%. Mereka juga menemukan dari data empiris bahwa perusahaan dengan *market to book value* yang rendah akan diikuti kinerja positif pasca merger yang lebih tinggi yaitu 3-*year CAR*-nya 7,64%, sedangkan perusahaan dengan *market to book value* yang tinggi akan diikuti dengan kinerja negatif pasca akuissi yang lebih rendah yaitu 3-*year CAR*-nya – 17,3%.

Dalam studi ini, dari data empiris yang didapatkan akan dilakukan perbandingan rata-rata *cumulative abnormal return* selama tiga tahun antara perusahaan akuisitor yang melakukan pembayaran akuisisi menggunakan pembayaran kas dan saham (hipotesis-5). Selain itu juga dilakukan perbandingan rata-rata *cumulative abnormal return* selama tiga tahun antara perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dan akuisisi eksternal (hipotesis-6).

Untuk membuktikan apakah benar perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi menggunakan cara akuisisi internal cenderung

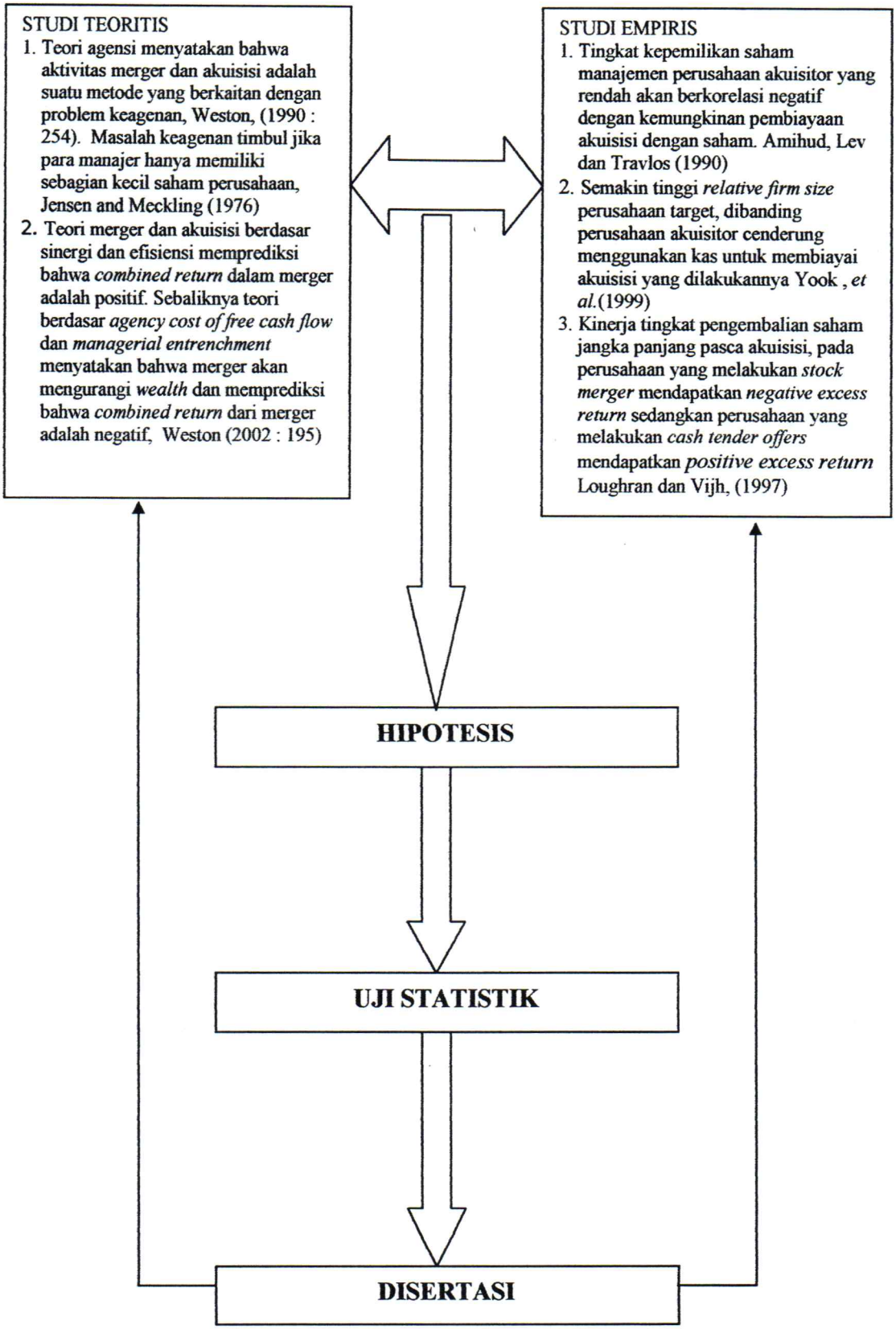
selalu menguntungkan pemegang saham mayoritas dengan mengesampingkan kepentingan pemegang saham minoritas, maka perlu membandingkan kinerja perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas dan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran saham (hipotesis-7).

Untuk melihat kinerja perusahaan-perusahaan akuisitor dalam jangka panjang yaitu selama 3 tahun, apakah lebih bagus dibanding dengan perusahaan-perusahaan lain dalam industri yang sama tetapi tidak melakukan akuisisi, perlu dilakukan perbandingan rata-rata *cumulative abnormal return* jangka panjang dari saham-saham perusahaan-perusahaan akuisitor dan perusahaan-perusahaan lain dalam industri sama yang tidak melakukan akuisisi (hipotesis-8)

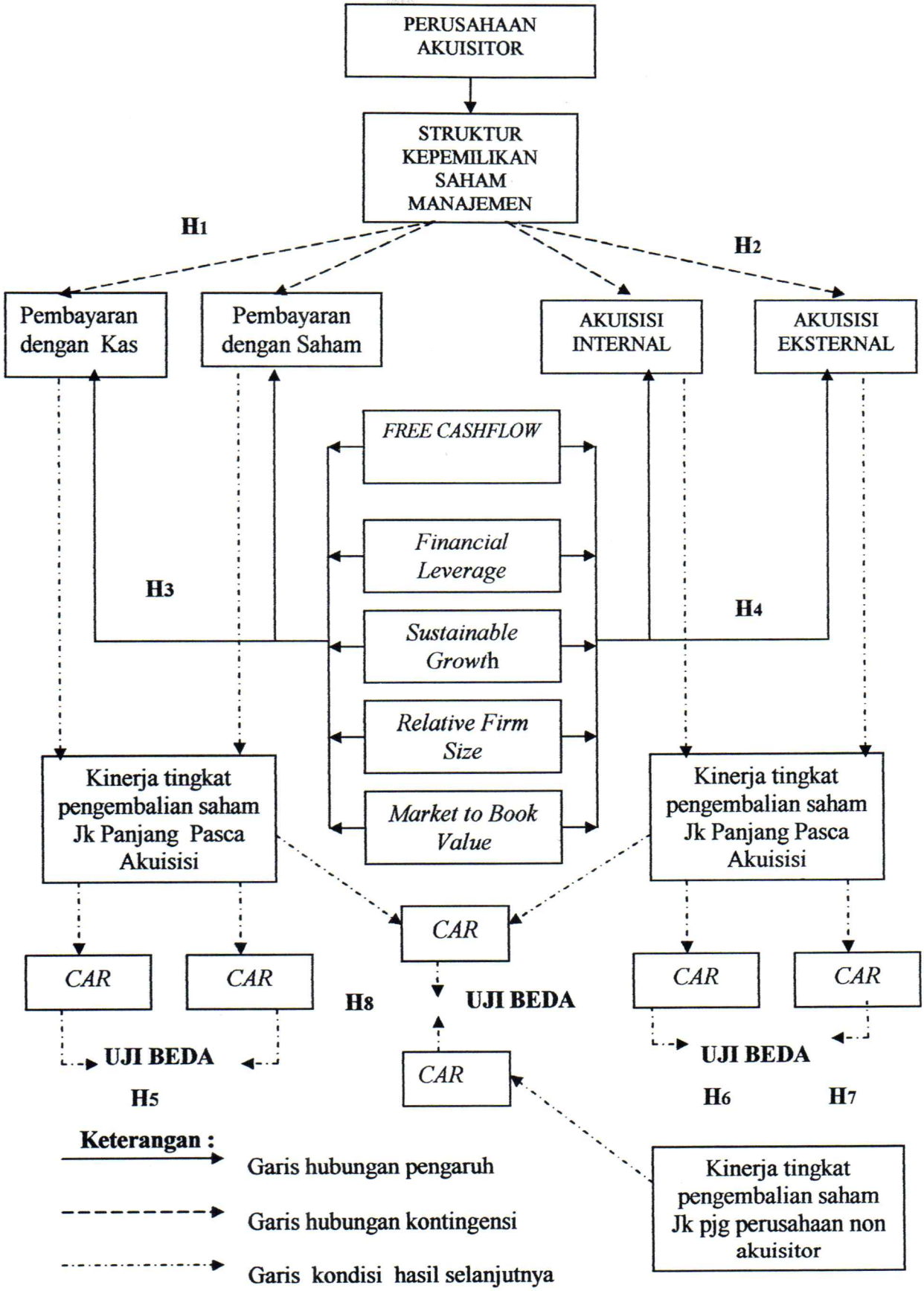
Pada Gambar 3.1 di halaman 63, digambarkan secara ringkas bahwa studi ini mengkaitkan antara studi teoritis dan studi empiris . Studi teoritis yang digunakan dalam studi ini adalah teori agensi dan teori merger dan akuisisi sedangkan studi empiris yang sudah banyak dilakukan oleh para peneliti di USA beberapa di antaranya direview untuk referensi studi ini.

Kerangka konseptual studi ini digambarkan pada Gambar 3.2 di halaman 64, yang merupakan gambaran terpadu atau secara keseluruhan yang mengkaitkan antara model 1 untuk hipotesis 1 dan 2, model 2 untuk hipotesis 3 dan 4, dan model 3 untuk hipotesis 5, 6, 7 dan 8.

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA



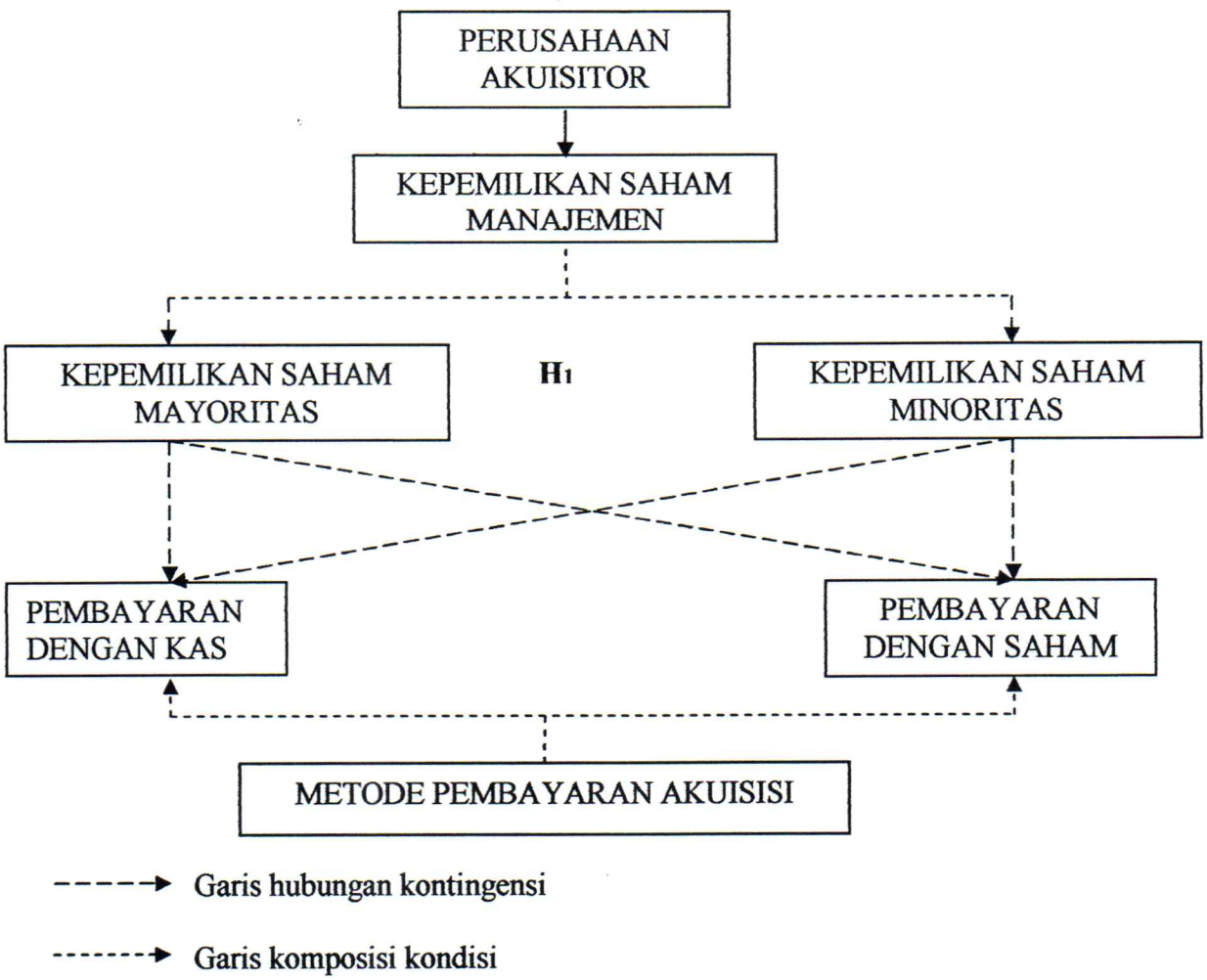
Gambar 3.1 : KERANGKA PROSES BERPIKIR



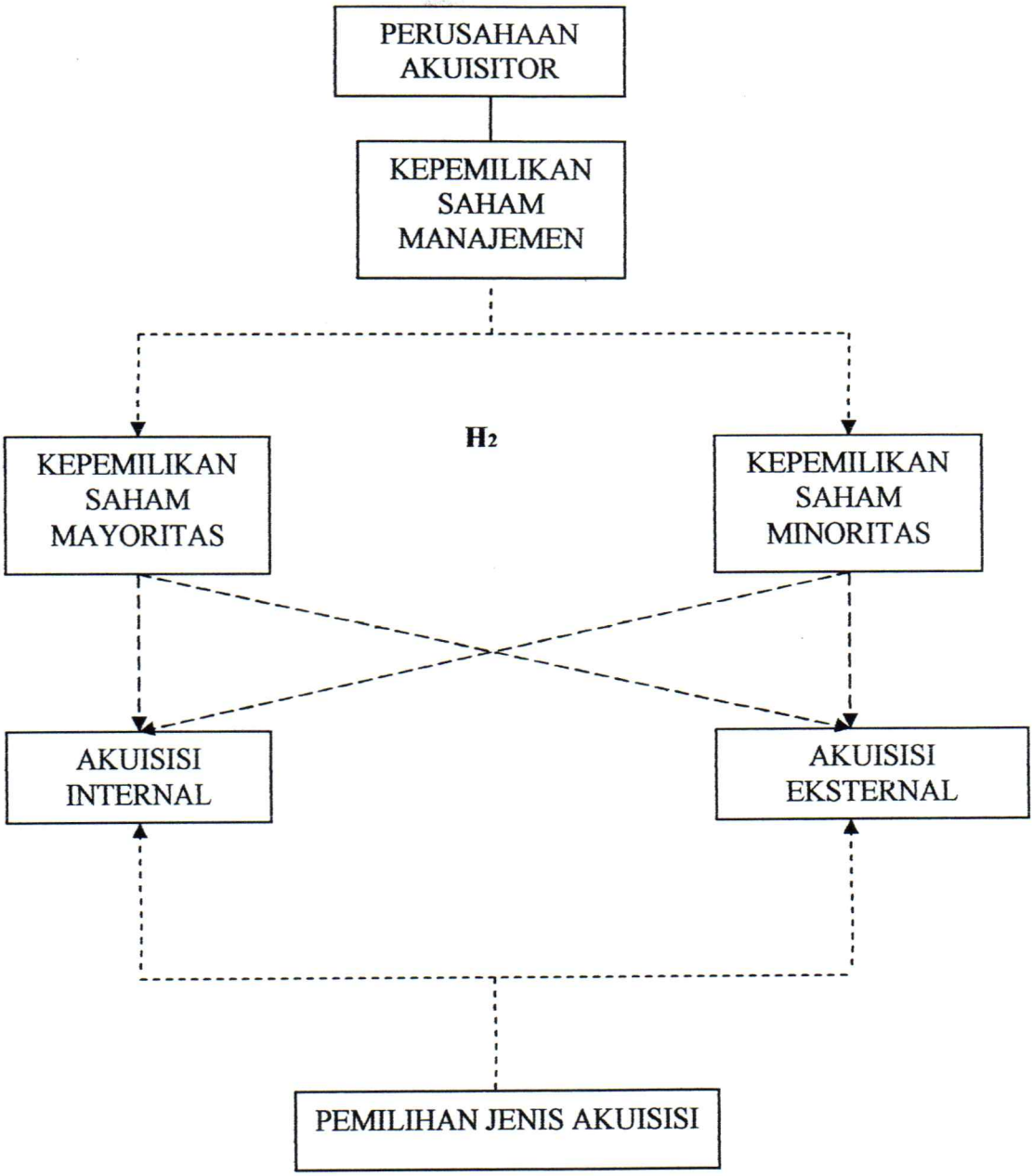
Gambar 3.2 KERANGKA KONSEPTUAL STUDI

Selanjutnya supaya lebih jelas, untuk masing-masing hipotesis digambarkan secara tersendiri kerangka konseptualnya. Model 1 dalam studi ini, yang menggunakan *Chi Square Test*, digambarkan seperti terlihat pada Gambar 3.3 dan Gambar 3.4 yaitu menjelaskan hubungan antara variabel kepemilikan saham dan metode pembayaran, dan antara kepemilikan saham dengan jenis akuisisi internal dan eksternal.

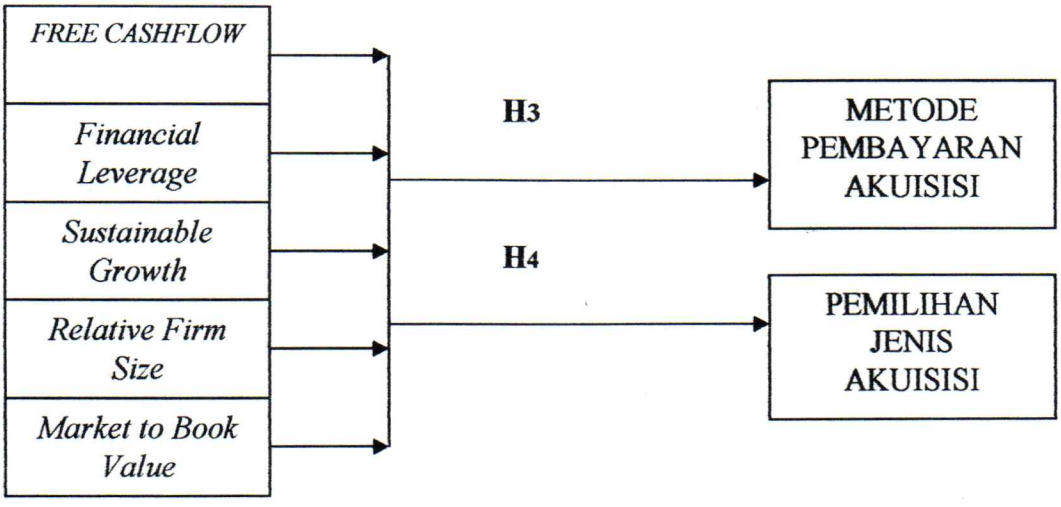
Kerangka konseptual yang melandasi model 2 dalam studi ini, yang menggunakan analisis regresi logistik, digambarkan seperti terlihat pada



Gambar 3.3 SUB-KERANGKA KONSEPTUAL HUBUNGAN ANTARA KEPEMILIKAN SAHAM DAN METODE PEMBAYARAN AKUISISI



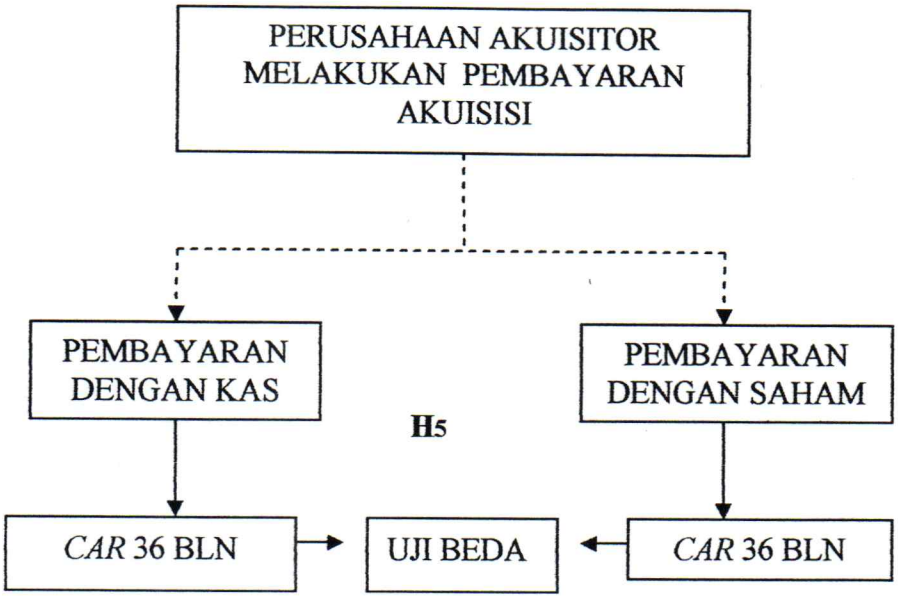
Gambar 3.4 SUB-KERANGKA KONSEPTUAL HUBUNGAN ANTARA KEPEMILIKAN SAHAM DAN JENIS AKUISISI



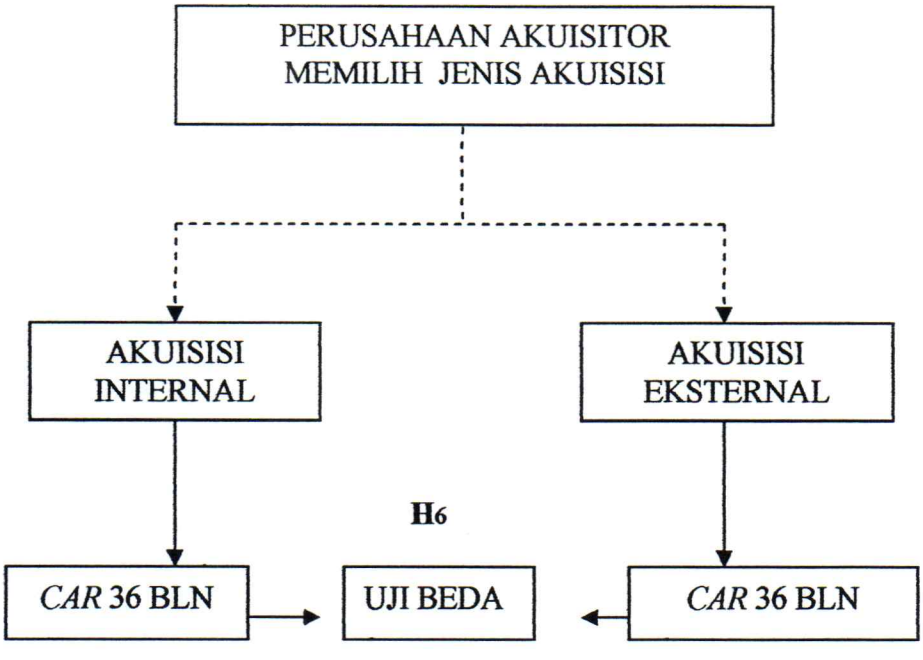
Gambar 3.5 SUB-KERANGKA KONSEPTUAL HUBUNGAN ANTARA FAKTOR FUNDAMENTAL PERUSAHAAN AKUISITOR, METODE PEMBAYARAN AKUISISI DAN CARA AKUISISI

Gambar 3.5, yaitu menjelaskan hubungan pengaruh antara faktor fundamental dan metode pembayaran, dan antara faktor fundamental dan jenis akuisisi internal dan akuisisi eksternal. Kerangka konseptual yang melandasi model 3 dalam studi ini, yang menggunakan uji beda antara dua kelompok *independent sample,* digambarkan seperti terlihat pada Gambar 3.6, 3.7, 3.8 dan 3.9.

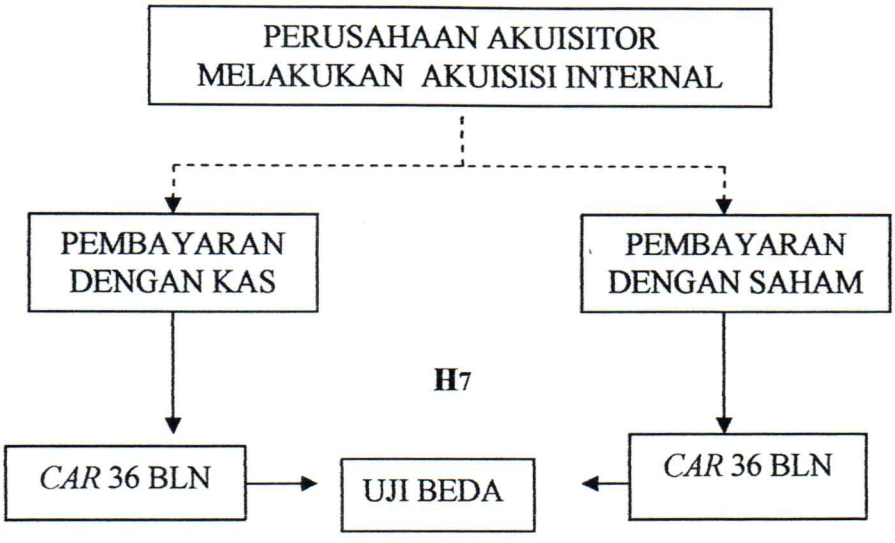
Kerangka konseptual yang melandasi model 3 dalam studi ini, adalah untuk menjelaskan perbandingan kinerja saham jangka panjang pasca akuisisi, yang diukur dengan menggunakan *cumulative abnormal return* jangka panjang pasca akuisisi. Kerangka konseptual yang digambarkan adalah antara perusahaan akuisitor yang melakukan pembayaran dengan kas dan perusahaan akuisitor yang membayar dengan saham, antara perusahaan akuisior yang melakukan jenis akuisisi internal dan akuisisi eksternal, antara perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas dan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran saham, dan antara



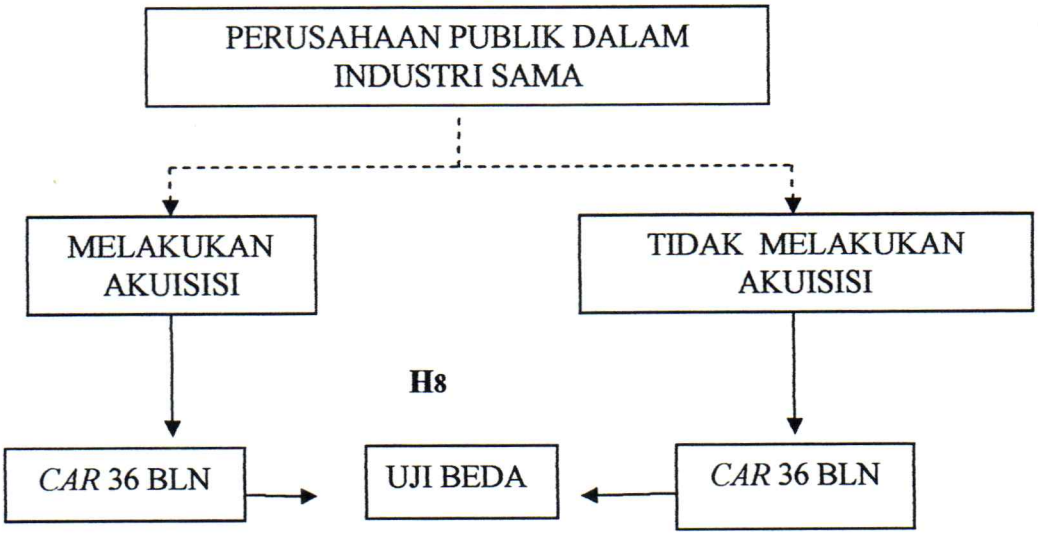
Gambar 3.6 SUB-KERANGKA KONSEPTUAL UJI BEDA ANTARA CAR PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MEMBAYAR DENGAN KAS DAN SAHAM



Gambar 3.7 SUB-KERANGKA KONSEPTUAL UJI BEDA ANTARA CAR PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MELAKUKAN AKUISISI INTERNAL DAN AKUISISI EKSTERNAL



Gambar 3.8 SUB-KERANGKA KONSEPTUAL UJI BEDA ANTARA CAR PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MELAKUKAN AKUISISI INTERNAL DENGAN PEMBAYARAN KAS DAN DENGAN PEMBAYARAN SAHAM



Gambar 3.9 SUB-KERANGKA KONSEPTUAL UJI BEDA ANTARA CAR PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MELAKUKAN AKUISISI DAN PERUSAHAAN YANG TIDAK MELAKUKAN AKUISISI

perusahaan-perusahaan akuisitor dan perusahaan-perusahaan lain dalam industri yang sama, yang tidak melakukan akuisisi. Gambar 3.6, 3.7 , 3.8 dan 3.9 menunjukkan kerangka konseptual yang dimaksud.

3.2. Hipotesis

Berdasarkan uraian kerangka konsep berpikir, kerangka konseptual dan rumusan masalah yang telah dikemukakan sebelumnya, dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

1. Kepemilikan saham manajemen pada perusahaan akuisitor berpengaruh terhadap cara pembayaran akuisisi.
2. Kepemilikan saham manajemen pada perusahaan akuisitor berpengaruh terhadap pemilihan jenis akuisisi.
3 *Free cash flow, financial leverage, relative firm size, sustainable growth* dan *market to book value* perusahaan akuisitor berpengaruh terhadap pemilihan metode pembayaran akuisisi.
4 *Free cash flow, financial leverage, relative firm size, sustainable growth* dan *market to book value* perusahaan akuisitor berpengaruh terhadap pemilihan jenis akuisisi internal dan eksternal.
5. Rata-rata *cumulative abnormal return* jangka panjang pasca akuisisi antara perusahaan akuisitor yang memilih cara pembayaran akuisisi dengan kas berbeda dengan perusahaan akuisitor yang memilih cara pembayaran akuisisi dengan saham.
6. Rata-rata *cumulative abnormal return* jangka panjang pasca akuisisi antara perusahaan yang memilih jenis akuisisi internal berbeda

dengan perusahaan akuisitor yang memilih jenis akuisisi eksternal.

7. Rata-rata *cumulative abnormal return* jangka panjang pasca akuisisi antara perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas berbeda dengan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran saham..
8. Rata-rata *cumulative abnormal return* jangka panjang pasca akuisisi perusahaan-perusahaan akuisitor berbeda dengan rata-rata *cumulative abnormal return* jangka panjang pada periode yang sama dari perusahaan-perusahaan lain dalam industri sama yang tidak melakukan akuisisi.

BAB 4

METODE PENELITIAN

4.1. Rancangan Penelitian

Penelitian ini adalah merupakan *causal research / explanatory* di mana permasalahan didefinisikan dengan jelas / *clearly defined problem,* Zigmund (1997: 125) dan dimaksudkan untuk menguji konsistensi hubungan antar variabel yang berkaitan dengan kepemilikan saham oleh manajemen, yaitu kepemilikan saham mayoritas dan minoritas, faktor fundamental perusahaan akuisitor sebelum akuisisi, metode pembayaran akuisisi, yaitu apakah dengan pembayaran kas atau pembayaran dengan penukaran saham, jenis akuisisi yang dilakukan, yaitu apakah akuisisi internal atau akuisisi eksternal, dan kinerja harga saham jangka panjang pasca akuisisi dari perusahaan-perusahaan akuisitor publik di Indonesia yang melakukan akuisisi.

Subyek penelitian adalah perusahaan-perusahaan publik yang melakukan akuisisi di Indonesia, sedangkan obyek penelitiannya adalah variabel-variabel yang erat kaitannya dengan aktivitas akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan akuisitor public tersebut. Perusahaan akuisitor yang dipilih dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan non-keuangan.

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang dikumpulkan dari berbagai sumber, yaitu dari Pusat Referensi Pasar Modal, Pusat Data Bisnis Indonesia dan *Indonesian Capital Market Directory,* dan data dikumpulkan secara observasi *cross section.* Pengujian hipotesis

dilakukan dengan menggunakan statistik inferensial pada tingkat ketelitian $\alpha = 0,05$.

4.2. Populasi, Sampel, Besar Sampel dan Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan publik yang melakukan aktivitas akusisisi di pasar modal BEJ. Menurut catatan dari Pusat Data Bisnis Indonesia, pada periode tahun 1995 - 2000 perusahaan publik non keuangan yang melakukan akuisisi adalah sebanyak 60 perusahaan.

Dalam penelitian ini yang diteliti adalah seluruh populasi perusahaan akuisitor tersebut. Akan tetapi perusahaan akuisitor yang menjadi subyek penelitian ini adalah sebanyak 48 perusahaan akuisitor publik yang melakukan akuisisi pada periode 1995 - 2000, karena dari ke 60 perusahaan tersebut ada beberapa perusahaan yang informasinya kurang lengkap dan ada yang melakukan akuisisi sebelum publik. Jadi dapat dikatakan bahwa penelitian ini menggunakan populasi yang memenuhi syarat yaitu 48 perusahaan. Di sisi lain perlu diketahui bahwa data perusahaan yang melakukan akuisisi ditentukan antara 1995-2000, karena untuk meneliti kinerja jangka panjang 3 tahun berikutnya bagi perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi pada tahun 2000, kinerja jangka panjang yang diteliti adalah kinerja saham sampai dengan tahun 2003.

Di samping 48 perusahaan akuisitor tersebut, juga digunakan sampel 30 perusahaan non akuisitor dalam industri sejenis dengan ukuran

besaran yang sama secara statistik, di mana 30 perusahaan ini digunakan sebagai *match firms* untuk membandingkan kinerja saham jangka panjang pasca akuisisi. Ini mengingat bahwa hanya ada 30 perusahaan akuisitor dari 48 perusahaan akuisitor, yang ukuran besarnya sama secara statistik dengan perusahaan non-akuisitor dalam industri yang sama.

Dalam penelitian ini kondisi krisis yang melanda perusahaan-perusahaan di Indonesia periode 1995-2000, diasumsikan untuk diabaikan karena semua perusahaan yang diteliti yaitu perusahaan-perusahaan akuisitor dan perusahaan-perusahaan lain dalam industri sama yang tidak melakukan akuisisi, menghadapi tekanan krisis dan lingkungan usaha yang kondisinya sama. Dengan kata lain, jika perusahaan akuisitor dalam industri tertentu menghadapi tekanan krisis, maka perusahaan lain dalam industri yang sama juga menghadapi tekanan krisis yang sama, sehingga jika perusahaan akuisitor tersebut dapat bertahan, maka perusahaan lain dalam industri yang sama seharusnya juga dapat bertahan.

4.3. Variabel Penelitian

4.3.1. Klasifikasi Variabel

A. Variabel-variabel Dependen

1. Metode pembayaran akuisisi
2. Pemilihan Jenis akuisisi
3. *Cumulative Abnormal Return*

B. Variabel-variabel Independen

1. Kepemilikan saham manajemen
2. *Free Cash Flow*
3. *Financial Leverage*
4. *Sustainable Growth*
5. *Relative Firm Size*
6. *Market to Book Value*

4.3.2. Definisi Operasional Variabel

A. Variabel-variabel Dependen

1. Metode pembayaran akuisisi

   Metode pembayaran akuisisi adalah cara pembayaran yang dilakukan oleh perusahaan akuisitor pada saat mengakuisisi perusahaan target yaitu dengan pembayaran kas atau dengan saham. Variabel ini menggunakan data nominal. Dalam model analisis 1, yang digunakan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan saham manajemen terhadap metode pembayaran akuisisi, dan yang diuji dengan menggunakan *Chi-Square test*, variabel metode pembayaran akuisisi ini diukur dengan menghitung frekuensi perusahaan akuisitor dengan kepemilikan saham manajemen mayoritas, > 50% dan minoritas, < 50%, yang membayar akuisisi dengan kas dan dengan saham. Dalam model analisis 2, yang digunakan untuk menguji pengaruh faktor fundamental perusahaan akuisitor terhadap metode pembayaran akuisisi, dan yang diuji dengan menggunakan

analisis regresi logit, variabel metode pembayaran akuisisi ini diukur menggunakan ukuran nominal yaitu; jika pembayaran menggunakan kas, Y=1, dan jika pembayaran menggunakan saham, Y=0.

2. Pemilihan Jenis akuisisi

Pemilihan jenis akuisisi yang dilakukan perusahaan akuisitor dalam studi ini adalah akuisisi internal dan akuisisi eksternal. Jika perusahaan target adalah perusahaan yang termasuk dalam *group* perusahaan akuisitor itu sendiri, jenis akuisisi disebut akuisisi internal, sebaliknya jika perusahaan target tidak termasuk dalam *group* perusahaan akuisitor, jenis akuisisi disebut sebagai akuisisi eksternal. Dalam model analisis 1, yang juga digunakan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan saham manajemen terhadap pemilihan jenis akuisisi internal dan akuisisi eksternal, dan yang diuiji dengan menggunakan *Chi-Square test*, variabel jenis akuisisi ini diukur dengan menghitung frekuensi perusahaan akuisitor dengan kepemilikan saham manajemen mayoritas, > 50% dan minoritas, < 50%, yang melakukan jenis akuisisi internal dan yang melakukan jenis akuisisi eksternal. Dalam model analisis 2, yang juga digunakan untuk menguji pengaruh faktor fundamental perusahaan akuisitor terhadap pemilihan jenis akuisisi internal dan akuisisi eksternal, dan yang diuji dengan menggunakan analisis regresi logit, variabel jenis akuisisi ini diukur menggunakan ukuran nominal, yaitu jika jenis akuisisi internal, maka Y=1, dan jika dilakukan jenis akuisisi eksternal, Y=0.

3. *Cumulative Abnormal Return*

Abnormal return adalah merupakan ukuran kinerja saham yang membandingkan antara *actual return* dan *expected return* dari saham. *Cumulative abnormal return / CAR* merupakan variabel untuk mengukur kinerja tingkat pengembalian saham jangka panjang pasca akuisisi, seperti yang dilakukan oleh Rau dan Vermaelen (1998), dihitung menggunakan *market adjusted model* dengan metode sebagai berikut:

Market adjusted model menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat itu. Dengan menggunakan model ini maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar, Jogiyanto (2003 : 445).

Pada awalnya, dilakukan perhitungan *actual return* bulanan dari masing-masing saham yang diteliti, yaitu menggunakan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \quad (6)$$

Di mana:

R_{it} adalah *actual return* perusahaan i pada periode t.

Setelah dihitung R_{it} selama t bulan (36 bulan), kemudian dicari *actual market return* untuk periode yang sama, dengan rumus:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \quad (7)$$

Di mana:

R_{mt} adalah *actual market return* bulanan pada periode t

$IHSG_t$ adalah indeks harga saham gabungan periode t

Abnormal return dihitung dengan rumus:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (8)$$

Di mana:

AR_{it} adalah *abnormal return* perusahaan i, pada periode t.

Cumulative Abnormal Return dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$CAR_{it} = \sum_{0}^{t} AR_{it} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (9)$$

Di mana:

CAR_{it} adalah *cumulative abnormal return* perusahaan i pada periode t

CAR ini merupakan ukuran kinerja tingkat pengembalian saham perusahaan akuisitor pasca akuisisi selama tiga tahun. Kinerja yang akan diteliti adalah rata-rata *CAR* antara perusahaan akuisitor yang membayar perusahaan target dengan kas dibandingkan dengan perusahaan akuisitor yang membayar perusahaan target dengan saham. Demikian juga, dilakukan perbandingan antara rata-rata *CAR* perusahaan akuisitor yang melakukan jenis akuisisi internal dibandingkan dengan rata-rata *CAR* perusahaan akuisitor yang melakukan jenis akuisisi eksternal.

Untuk melihat kinerja perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal lebih jauh, karena ada dugaan bahwa akuisisi internal cenderung menguntungkan pemegang saham mayoritas

dan merugikan pemegang saham minoritas, maka perlu dilakukan perbandingan antara kinerja perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas, dan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisi internal dengan pembayaran menggunakan saham. Untuk melihat kinerja perusahaan-perusahaan akuisitor secara keseluruhan, maka perlu dibandingkan dengan kinerja *match firm* yaitu perusahaan-perusahaan dalam industri sama yang tidak melakukan akuisisi.

B. Variabel-variabel Independen

1. Kepemilikan saham manajemen

Kepemilikan saham manajemen adalah komposisi kepemilikan saham manajemen di perusahaan akuisitor, di mana pada praktiknya manajemen selalu dipengaruhi oleh pemegang saham mayoritas yang umumnya merupakan *founders* dari perusahaan tersebut. Variabel ini menggunakan data nominal. Untuk itu sebagai variabel independen diukur dengan jumlah persentase kepemilikan saham manajemen dan saham *group*-nya atau keluarga pendiri perusahaan tersebut dari total saham yang beredar. Kepemilikan saham > 50% dikelompokkan sebagai kepemilikan saham mayoritas, dan kepemilikan saham < 50% dikelompokkan sebagai kepemilikan saham minoritas.

Kepemilikan saham mayoritas yang dimaksud, yaitu kepemilikan saham oleh manajemen dan kelompoknya >50%, dengan anggapan bahwa kepemilikan di atas 50% akan selalu memperoleh suara terbanyak dalam rapat umum pemegang saham, sedangkan kepemilikan saham

minoritas yang dimaksud, yaitu kepemilikan saham oleh manajemen dan kelompoknya <50%, dengan anggapan bahwa kepemilikan saham di bawah 50% tidak selalu memperoleh suara terbanyak dalam rapat umum pemegang saham.

2. *Free cash flow*

Free cash flow merupakan arus kas bersih yang sesungguhnya tersedia untuk didistribusikan kepada para pemegang saham, setelah perusahaan melaksanakan semua investasi modal kerja dan aktiva tetap guna mendukung operasinya, dan diperoleh perusahaan akuisitor pada tahun sebelum akuisisi, yang dihitung dengan menggunakan rumus (1). Mengingat data *FCF* dalam satuan angka absolut, maka untuk memasukkan variabel *FCF* ini kedalam model regresi logistik digunakan satuan angka dalam *Ln* angka absolut, dengan notasi *LNFCF*

3. *Financial leverage*

Financial leverage adalah merupakan ukuran sejauh mana perusahaan menggunakan hutang dalam membiayai investasinya. Kemampuan perusahaan untuk mendapatkan dana kas dari pinjaman semakin rendah dengan semakin tingginya rasio *financial leverage* ini. Rasio *financial leverage* dihitung dengan rasio (2).

4. *Sustainable growth*

Sustainable growth merupakan tingkat pertumbuhan berkesinambungan, di mana perusahaan mampu tumbuh dari kemampuannya sendiri dan menghasilkan *return* tanpa harus melakukan ekspansi. Semakin

tinggi *sustainable growth* perusahaan, yang dihitung dengan rumus (3), semakin membutuhkan dana kas untuk membiayai operasinya.

5. *Relative firm size*

Relative firm size merupakan variabel kontrol untuk mengetahui apakah perbedaan ukuran besarnya perusahaan target dibanding perusahaan akuisitor dapat mempengaruhi metode pembayaran akuisisi maupun jenis akuisisi yang dipilih. *Relative firm size* dihitung dengan rasio (4).

6. *Market to book value*

Market to book value dihitung dengan rasio (5) yaitu nilai pasar saham yang beredar dibagi dengan nilai buku saham yang beredar dari perusahaan akuisitor, sebelum akuisisi. Rasio ini menunjukkan potensi yang dimiliki perusahaan dari sudut pandang investor. Semakin tinggi rasio *market to book value* perusahaan, investor menganggap ada kecenderungan sahamnya *over valued.*

Variabel-variabel *free cash flow, finanancial leverage, sustainable growth, relative firm size* dan *market to book value* merupakan faktor fundamental perusahaan yang diperkirakan mempunyai pengaruh terhadap keputusan pembayaran akuisisi dan pemilihan jenis akuisisi. Faktor fundamental perusahaan ini merupakan kondisi *basic data* perusahaan, Jones (1998: 400), di mana dalam analisis fundamental untuk memperkirakan nilai saham digunakan *basic data* perusahaan seperti *assets, earning, sales, risk* dan lain-lain. Perbandingan antara angka-angka tersebut dapat digunakan sebagai bahan untuk membuat estimasi nilai saham dalam analisis fundamental.

4.4 Instrumen Penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder, mengingat terjadinya akuisisi pada tahun 1995 sampai dengan 2000, sehingga data primer yang bisa diperoleh dari pejabat perusahaan yang ada sekarang, kemungkinan tidak valid, karena pejabat-pejabat saat akuisisi sudah diganti atau tidak menjabat lagi. Proses pengolahan data dilakukan dengan menggunakan program komputer, yaitu *SPSS for MS Window Release 11.1.*

4.5 Prosedur Pengumpulan Data

Pengumpulan data akan dilakukan dengan metode sebagai berikut:

1. Data mengenai angka-angka rasio perusahaan akuisitor, diperoleh dari laporan keuangan yang diterbitkan perusahaan yang dapat diperoleh dari Direktori Pasar Modal Indonesia 1995-2004.
2. Data mengenai kepemilikan saham, akuisisi internal dan eksternal, pembiayaan akuisisi didapatkan dari referensi Pasar Modal BEJ dan Pusat Data Bisnis Indonesia di Jakarta.

4.6 Tehnik Analisis

4.6.1 Model Analisis 1

Untuk membuktikan hipotesis 1 dan hipotesis 2, yaitu untuk mengetahui pengaruh kepemilikan saham manajemen terhadap metode pembayaran akuisisi dan jenis akuisisi internal dan akuisisi eksternal, digunakan model analisis 1 yaitu dengan menggunakan metode *Chi-Square Test*

4.6.2 Pengujian Hipotesis 1 dan Hipotesis 2

Mengingat uji hipotesis 1 dan hipotesis 2 dilakukan dengan menggunakan data nominal, baik variabel dependen maupun variabel independennya, maka tehnik analisis yang digunakan disesuaikan dengan ukuran data tersebut, yaitu *Chi-Square Test*. Prosedur analisis adalah sebagai berikut:

1) Menghitung dan menentukan frekuensi kepemilikan saham manajemen perusahaan akuisitor, dan mengelompokkan ke dalam kelompok mayoritas, untuk kepemilikan saham manajemen diatas 50%, dan mengelompokkan kedalam kelompok minoritas untuk kepemilikan saham manajemen di bawah 50%
2) Menghitung dan menentukan frekuensi perusahaan yang melakukan akuisisi dengan pembayaran kas dan saham.
3) Menghitung dan menentukan frekuensi perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dan akuisis eksternal.
4) Pengujian hipotesis 1, menggunakan tabel kontingensi yang diuji dengan *Chi- Square Test*.

Hipotesis statistik untuk model uji pengaruh tersebut adalah:

H_0 : Tidak ada pengaruh kepemilikan saham manajemen terhadap metode pembayaran akuisisi.

H_a : Ada pengaruh kepemilikan saham manajemen terhadap metode pembayaran akuisisi.

Test signifikansi dengan tingkat $\alpha = 5\%$, didasarkan pada :

Tolak H_0, jika X^2 hitung $> X^2$ tabel

Tabel analisis kontingensi dengan metode *Chi- Square Test* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.1
Matriks Analisis Kontingensi 1

	Kepemilikan Saham Mayoritas	Kepemilikan Saham Minoritas	Total Frekuensi
Pembayaran dengan Kas	Frekuensi	Frekuensi	
Pembayaran dengan Saham	Frekuensi	Frekuensi	
Total Frekuensi			

5) Pengujian hipotesis 2, menggunakan tabel kontingensi, yang diuji dengan *Chi- Square Test.*

Tabel analisis kontingensi dengan metode *Chi-Square Test* adalah sebagai berikut:

Tabel 4.2
Matriks Analisis Kontingensi 2

	Kepemilikan Saham Mayoritas	Kepemilikan Saham Minoritas	Total Frekuensi
Akuisisi Internal	Frekuensi	Frekuensi	
Akuisisi Eksternal	Frekuensi	Frekuensi	
Total Frekuensi			

Hipotesis statistik untuk model uji pengaruh tersebut adalah:

H_0 : Tidak ada pengaruh kepemilikan saham manajemen terhadap pemilihan jenis akuisisi internal atau akuisisi eksternal.

H_a : Ada pengaruh kepemilikan saham manajemen terhadap pemilihan jenis akuisisi internal atau akuisisi eksternal.

Test signifikansi dengan tingkat $\alpha = 5\%$, didasarkan pada :

Tolak H_0, jika X^2 hitung $> X^2$ tabel

4.6.3 Model Analisis 2

Untuk membuktikan hipotesis 3 dan hipotesis 4, yaitu untuk mengetahui pengaruh faktor fundamental perusahaan akuisitor sebelum melakukan akuisisi terhadap metode pembayaran akuisisi dan jenis akuisisi internal atau eksternal, digunakan model analisis 2. Model ini menggunakan data nominal untuk variabel Y, dan data rasio untuk beberapa variabel X. Untuk itu dilakukan dengan menggunakan analisis regresi logistik, Gujarati (1992:423). Model analisis 2 terdiri dari model logit 1 dan model logit 2.

Model Logit 1, memperkirakan probabilitas bahwa akuisitor membiayai dengan kas atau saham, dengan rumus:

$$P(\text{kas (saham)}) = \frac{e^{BX}}{1 + e^{BX}}$$

di mana:

$P(\text{kas (saham)})$, : probabilitas akuisitor akan membiayai dengan kas (saham) sebagai metode pembayaran akuisisi.

e : bilangan e = 2,718

B : merupakan parameter estimasi variabel independen

X : merupakan vector variabel independen

Pembayaran kas (saham) = *f (free cash flow, financial leverage, sustainable growth, relative firm size* dan *market to book value)*

Model Logit 2, memperkirakan probabilitas bahwa akuisitor melakukan akuisisi internal atau akuisisi eksternal, dengan rumus:

$$P(\text{int (ext)}) = \frac{e^{BX}}{1 + e^{BX}}$$

di mana:

$P(\text{int (ext)})$, : probabilitas akuisitor akan melakukan akuisisi internal atau akuisisi eksternal sebagai jenis akuisisi yang dilakukan.

e : bilangan e = 2,718

B : merupakan parameter estimasi variabel independen

X : merupakan vector variabel independen

Pemilihan akuisisi internal (eksternal) = *f (free cash flow, financial leverage, sustainable growth, relative firm size* dan *market to book value)*

4.6.4 Pengujian Hipotesis 3 dan Hipotesis 4

Prosedur analisis dan pengujiannya adalah sebagai berikut:

1) Menghitung jumlah perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan pembayaran kas dan dengan saham, kemudian untuk uji hipotesis 3, perusahaan akuisitor yang melakukan pembayaran kas diberi notasi Y = 1, dan notasi Y = 0 untuk perusahaan akuisitor yang membayar dengan saham.

2) Menghitung jumlah perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dan akuisisi eksternal, Untuk uji hipotesis 4, perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal diberi notasi Y = 1, dan notasi Y = 0 untuk perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi eksternal.

3) Menghitung rasio-rasio beberapa variabel dalam faktor fundamental perusahaan yaitu:

   a) *LNFCF / ln free cash flow*

   b) *LEV / financial leverage*

   c) *SUSG / sustainable growth*

   d) *RFSIZE / relative firm size*

   e) *MBV / market to book value*

4). Pengujian hipotesis 3, yaitu menguji pengaruh variabel *free cash flow, financial leverage, sustainable growth, , relative firm size* dan *market to book value* terhadap metode pembiayaan akuisisi dengan kas atau dengan saham.

Model logit 1, digunakan untuk menguji keputusan untuk pemilihan alternatif pembayaran akuisisi dengan kas dibanding dengan alternatif pembayaran dengan saham, (pembayaran dengan kas Y= 1, dengan penukaran saham Y= 0), dengan model sebagai berikut:

$$\text{Ln}\left[P_{kas} / (1 - P_{kas}) \right] = \alpha_0 + \beta_1 LNFCF + \beta_2 LEV + \beta_3 SUSG + \beta_4 RFSIZE + \beta_5 MBV + \varepsilon$$

di mana :

α_0 : Konstanta

P_{kas} : Probabilitas keputusan pemilihan alternatif pembayaran akuisisi dengan kas

$(1- P_{kas})$: Probabilitas keputusan pemilihan alternatif pembayaran akuisisi dengan saham

LNFCF : *ln free cash flow*

LEV : *financial leverage*

SUSG : *sustainable growth*

RFSIZE : *relative firm size*

MBV : *market to book value*

ε : *residual term*

Hipotesis statistik untuk model uji t tersebut adalah:

H_0 : $\beta i = 0$, Tidak ada pengaruh secara parsial dari variabel *free cashflow, financial leverage, sustainable growth, relative firm size* dan *market to book value* terhadap metode pembayaran akuisisi dengan kas atau dengan saham.

H_a : $\beta i \neq 0$ Ada pengaruh secara parsial dari variabel *free cashflow, financial leverage, sustainable growth, firm size* dan *market to book value* terhadap metode pembayaran akuisisi dengan kas atau dengan saham.

Test signifikansi dengan tingkat $\alpha = 5\%$, didasarkan pada :

Tolak H_0, jika *t* hitung > *t* tabel

5) Pengujian hipotesis 4, yaitu menguji pengaruh variabel - variabel *free cashflow, financial leverage, sustainable growth, firm size* dan *market to book value* terhadap akuisisi internal dan eksternal. Uji pengaruh ini menggunakan model regresi logit, sama dengan pembuktian hipotesis 3.

Model Logit 2, digunakan untuk menguji keputusan untuk pemilihan alternatif akuisisi internal dibanding dengan akuisisi eksternal, (akuisisi internal Y = 1, akuisisi eksternal Y= 0), dengan model sebagai berikut:

$$\text{Ln}\left[P_{int}/(1-P_{int})\right] = \alpha_0 + \beta_1 LNFCF + \beta_2 LEV + \beta_3 SUSG + \beta_4 RFSIZE + \beta_5 MBV + \varepsilon$$

di mana :

α_0 : Konstanta

P_{int} : probabilitas keputusan pemilihan alternatif akuisisi internal

$(1- P_{int})$: probabilitas keputusan pemilihan alternatif akuisisi eksternal

Hipotesis statistik untuk model uji t tersebut adalah:

H_0 : $\beta i = 0$,

Tidak ada pengaruh secara parsial dari variabel *free cashflow, financial leverage, sustainable growth, firm size* dan *market to book value* terhadap pemilihan jenis akuisisi internal dan eksternal.

H_a : $\beta i \neq 0$,

Ada pengaruh secara parsial dari variabel *free cashflow, financial leverage, sustainable growth, firm size* dan *market to book value*

terhadap pemilihan akuisisi internal dan eksternal.

Test signifikansi dengan tingkat $\alpha = 5\%$, didasarkan pada :

Tolak H_0, jika t hitung $> t$ tabel

Asumsi *multivariate normal distribution* dalam regresi logistik tidak diperlukan, karena memang regresi logistik umumnya dipakai jika asumsi *multivariate normal distribution* tidak dipenuhi, Ghozali (2005: 211).

4.6.5 Model Analisis 3

Untuk membuktikan hipotesis 5, hipotesis 6, hipotesis 7, dan hipotesis 8, yaitu untuk mengetahui perbedaan kinerja tingkat pengembalian saham jangka panjang antara perusahaan akuisitor yang membayar dengan kas, dan dengan saham, antara perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dan akuisisi eksternal, antara perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas dan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran saham, dan antara perusahaan-perusahaan akuisitor dan perusahaan lain dalam industri sama yang tidak melakukan akuisisi, digunakan model analisis 3, yaitu melakukan uji beda antara 2 rata-rata kelompok, dengan *Independent Sample Test*.

4.6.6 Pengujian Hipotesis 5, Hipotesis 6, Hipotesis 7 dan Hipotesis 8

Mengingat uji hipotesis 5, 6, 7 dan 8 yang akan dilakukan menggunakan data *ratio*, maka tehnik analisis yang digunakan disesuaikan dengan ukuran data tersebut, yaitu uji beda dua kelompok rata-rata menggunakan

Independent sample t test. Prosedur analisis adalah sebagai berikut:

1) Menghitung *return* saham perusahaan akuisitor i selama 36 bulan pasca akuisisi, dengan rumus (6)
2) Menghitung rata-rata *return market* selama 36 bulan pada periode yang sama dengan periode masing-masing saham perusahaan akuisitor i pasca akuisisi, yang dianggap sebagai *expected return* masing-masing saham i dengan rumus (7)
3) Menghitung *abnormal return* (*AR*) saham perusahaan akuisitor i pasca akuisisi, selama 36 bulan dengan rumus (8), dengan metode *market adjusted return*
4) Menghitung *CAR* selama 36 bulan saham perusahaan akuisitor i dengan rumus (9)
5) Mengelompokkan nilai *CAR* bulan ke 36 perusahaan akuisitor i yang melakukan akuisisi dengan pembayaran kas dan saham.
6) Mengelompokkan nilai *CAR* bulan ke 36 perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan metode akuisisi internal dan akuisisi eksternal.
7) Mengelompokkan nilai *CAR* bulan ke 36 perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dan membayar dengan kas dan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dan membayar dengan saham.
8) Mencari perusahaan publik sebagai pembanding dalam industri sama dengan ukuran / *size* penjualan yang hampir sama dengan perusahaan-perusahaan akuisitor yang diteliti, kemudian menghitung *CAR*-nya

selama 36 bulan sesuai dengan periode perusahaan akuisitor yang diteliti. Untuk itu diperoleh 30 perusahaan pembanding dalam industri sama, dengan *size* yang mendekati sama untuk diperbandingkan dengan 30 perusahaan akuisitor yang diteliti. Dari hasil uji beda dengan *independent sample test,* kedua kelompok perusahaan akuisitor dan perusahaan pada industri sama yang tidak melakukan akuisisi tersebut, diperoleh angka perbedaan yang tidak signifikan, atau Ho diterima yang berarti bahwa kedua kelompok perusahaan tersebut *size*-nya secara statistik sama.

9) Semua uji beda dilakukan terhadap *cumulative abnormal return* pada bulan ke 36 dari masing-masing kelompok yang diuji.

10) Pengujian hipotesis 5, yaitu menguji perbedaan kinerja harga saham jangka panjang pasca akuisisi yang diukur dengan rata-rata *cumulative abnormal return,* antara pembiayaan akuisisi dengan kas dan saham.

Uji beda ini menggunakan *Independent Sample Test*

Hipotesis statistik untuk model uji beda tersebut adalah:

Ho : Rata-rata CAR_{kas} = Rata-rata CAR_{saham},

Tidak ada perbedaan kinerja tingkat pengembalian saham jangka panjang pasca akuisisi yang diukur dengan rata-rata *cumulative abnormal return* antara perusahaan yang melakukan akuisi dengan pembayaran kas dan perusahaan yang melakukan akuisisi dengan saham.

Ha : Rata-rata $CAR_{kas} \neq$ Rata-rata CAR_{saham},

Ada perbedaan kinerja tingkat pengembalian saham jangka

panjang pasca akuisisi yang diukur dengan rata-rata *cumulative abnormal return* antara perusahaan yang melakukan akuisi dengan pembayaran kas dan perusahaan yang melakukan akuisisi dengan pembayaran saham.

Test signifikansi dengan tingkat $\alpha = 5\%$, didasarkan pada :

Tolak H_0, jika t hitung $> t$ tabel

11). Pengujian hipotesis 6, yaitu menguji perbedaan kinerja pasca akuisisi yang diukur dengan rata-rata *cumulative abnormal return*, antara perusahaan akuisitor yang melakukan jenis akuisisi internal dibanding dengan yang melakukan jenis akuisisi eksternal.

Uji beda ini menggunakan *Independent Sample Test*

Hipotesis statistik untuk model uji beda tersebut adalah:

H_o : Rata-rata $CAR_{internal}$ = Rata-rata $CAR_{ekstenal}$

Tidak ada perbedaan kinerja tingkat pengembalian saham jangka panjang pasca akuisisi yang diukur dengan rata-rata *cumulative abnormal return* antara perusahaan yang melakukan akuisisi internal dan perusahaan yang melakukan akuisisi eksternal

H_a : Rata-rata $CAR_{internal} \neq$ Rata-rata $CAR_{eksternal}$

Ada perbedaan kinerja tingkat pengembalian saham jangka panjang pasca akuisisi yang diukur dengan rata-rata *cumulative abnormal return* antara perusahaan yang melakukan akuisisi internal dan perusahaan yang melakukan akuisisi eksternal.

Test signifikansi dengan tingkat $\alpha = 5\%$, didasarkan pada :

Tolak H_0, jika t hitung $> t$ tabel

12). Pengujian hipotesis 7, yaitu menguji perbedaan kinerja pasca akuisisi yang diukur dengan rata-rata *cumulative abnormal return*, antara perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas dan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran saham.

Uji beda ini menggunakan *Independent Sample Test*

Hipotesis statistik untuk model uji beda tersebut adalah:

H_0 : Rata-rata $CAR_{\text{internal kas}}$ = Rata-rata $CAR_{\text{internal saham}}$

Tidak ada perbedaan kinerja tingkat pengembalian saham jangka panjang pasca akuisisi yang diukur dengan rata-rata *cumulative abnormal return*, antara perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas dan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran saham

H_a : Rata-rata $CAR_{\text{internal kas}} \neq$ Rata-rata $CAR_{\text{internal saham}}$

Ada perbedaan kinerja tingkat pengembalian saham jangka panjang pasca akuisisi yang diukur dengan rata-rata *cumulative abnormal return*, antara perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas dan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran saham

Test signifikansi dengan tingkat $\alpha = 5\%$, didasarkan pada :

Tolak Ho, jika t hitung $> t$ tabel.

13) Pengujian hipotesis 8, yaitu menguji perbedaan kinerja pasca akuisisi yang diukur dengan rata-rata *cumulative abnormal return,* antara perusahaan-perusahaan akuisitor dan perusahaan-perusahaan lain pada industri sama yang tidak melakukan akuisisi,

Uji beda ini menggunakan *Independent Sample Test*

Hipotesis statistik untuk model uji beda tersebut adalah:

Ho : Rata-rata $CAR_{\text{akuisitor}}$ = Rata-rata $CAR_{\text{non akuisitor}}$

Tidak ada perbedaan kinerja tingkat pengembalian saham jangka panjang pasca akuisisi yang diukur dengan rata-rata *cumulative abnormal return,* antara perusahaan-perusahaan akuisitor dan perusahaan-perusahaan lain pada industri sama yang tidak melakukan akuisisi,

Ha : Rata-rata $CAR_{\text{akuisitor}} \neq$ Rata-rata $CAR_{\text{non akuisitor}}$

Ada perbedaan kinerja tingkat pengembalian saham jangka panjang pasca akuisisi yang diukur dengan rata-rata *cumulative abnormal return,* antara perusahaan-perusahaan akuisitor dan perusahaan-perusahaan lain pada industri sama yang tidak melakukan akuisisi,

Test signifikansi dengan tingkat $\alpha = 5\%$, didasarkan pada :

Tolak Ho, jika t hitung $> t$ tabel.

BAB 5
HASIL DAN ANALISIS PENELITIAN

5.1. Gambaran Umum Perusahaan Akuisitor

Dalam studi ini yang menjadi subyek studi adalah perusahaan akuisitor publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta periode 1995 sampai dengan 2000, yang melakukan akuisisi terhadap perusahaan lain non publik pada periode tersebut. Perusahaan akuisitor yang dipilih adalah perusahaan non keuangan, karena perusahaan non keuangan melakukan aktivitas penjualan yang rasio-rasionya dapat diperbandingkan diantara perusahaan-perusahaan non keuangan, sedangkan perusahaan keuangan penjualannya adalah berasal dari pendapatan bunga, sehingga kurang tepat jika rasio-rasio perusahaan keuangan dibandingkan dengan rasio-rasio perusahaan non keuangan. Perusahaan akuisitor yang dipilih dalam studi ini adalah perusahaan akuisitor yang sudah publik, kemudian melakukan akuisisi terhadap perusahaan lain.

Di Indonesia proses merger yang sejati dilakukan pada tahun 1980-an, yaitu dengan adanya berbagai kaitan antara beberapa perusahaan keluarga ataupun operasi penyelamatan perusahaan dengan masuknya investor baru. Tingkat keterlibatan investor baru dan kemampuan pemilik lama, biasanya sangat menentukan bobot merger tersebut, yaitu apakah itu merger sejati atau sekedar pencaplokan, PDBI (1997: 59). Merger di sektor swasta masih merupakan akuisisi dan bukan merger dalam artian seimbang sehingga yang sering terjadi justru perpecahan antara perusahaan keluarga. Merger juga

dilakukan untuk mengamankan pasar dari pesaing.

Status perusahaan publik di Indonesia, mayoritas pemiliknya adalah pendiri dan keluarga sedangkan kepemilikan masyarakat hanya minoritas. Ini akan terlihat dari data yang akan disajikan nanti, sehingga dalam studi ini hanya membedakan antara kepemilikan saham mayoritas yaitu jika manajemen dan kelompoknya memiliki saham di atas 50%, dan kepemilikan saham minoritas yaitu jika manajemen dan kelompoknya memiliki saham di bawah 50%.

5.2 Data Studi dan Deskripsi

5.2.1 Perusahaan-perusahaan Akuisitor

Berdasarkan kriteria penentuan subyek studi yang dilakukan secara sensus, maka diperoleh populasi perusahaan akuisitor non keuangan yang memenuhi syarat sebanyak 48 perusahaan, yang melakukan akuisisi pada periode 1995 sampai 2000. Data diperoleh dari Pusat Data Bisnis Indonesia di Jakarta. Perusahaan akuisitor dalam studi ini terlihat di lampiran 1.1 halaman 159.

Mayoritas perusahaan akuisitor yang diteliti melakukan akuisisi pada tahun 1997, yaitu sebanyak 21 perusahaan atau 43,8% dari total 48 perusahaan akuisitor yang diteliti. Secara keseluruhan dari total 48 perusahaan akuisitor yang diteliti sebanyak 7 perusahaan atau 14,6% melakukan akuisisi pada tahun 1995, 8 perusahaan atau 16,7% melakukan akuisisi pada tahun 1996, 7 perusahaan atau 14,6% melakukan akuisisi pada tahun 1998, 1 perusahaan atau 2,1% melakukan akuisisi pada tahun 1999 dan 4 perusahaan atau 8,3% melakukan akuisisi pada tahun 2000.

5.2.2 Kepemilikan Saham Manajemen dan Cara Pembayaran dalam Akuisisi

Ada cara-cara pembayaran dalam melakukan akuisisi misalnya pembayaran dilakukan dengan membayar kas, atau dengan menukar saham perusahaan akusitor dengan saham perusahaan target, atau kombinasi cara pembayaran di atas. Dalam studi ini cara pembayaran akuisisi dikelompokkan dalam 2 cara, yaitu pembayaran dengan kas dan saham.

Dari Tabel 5.1 di halaman 98, menunjukkan matriks perusahaan-perusahaan akuisitor dengan kepemilikan saham mayoritas dan minoritas yang melakukan akuisisi menggunakan pembayaran kas dan saham. Dari Tabel 5.1 terlihat bahwa mayoritas perusahaan akuisitor melakukan pembayaran kas pada saat akuisisi, yaitu sebanyak 38 perusahaan atau 79,2% dari total 48 perusahaan akuisitor yang diteliti. Dari jumlah tersebut, 32 perusahaan atau 66,7% dari total perusahaan akuisitor, kepemilikan manajemen dan *group*nya > 50%, sedangkan sisanya 6 perusahaan atau 12,5% dari total perusahaan akuistor, kepemilikan manajemen dan *group*nya < 50%.

Dari perusahaan akuisitor yang melakukan pembayaran dengan penukaran saham pada saat akuisisi, yaitu sebanyak 10 perusahaan, atau 35,4% dari total 48 perusahaan akuisitor, sebanyak 9 perusahaan atau 18,75% kepemilikan manajemen dan *group*nya > 50%, sedangkan sisanya 1 perusahaan atau 2,08% dari total perusahaan akuistor yang diteliti,

kepemilikan manajemen dan *group*nya < 50%.

Tabel 5.1
CROSS TABULATION KEPEMILIKAN SAHAM DAN CARA PEMBAYARAN AKUISISI

			MAY_MIN		
			.00	Major own	Total
KAS_SHM	Pemb saham	Count	1	9	10
		Expected Count	1.5	8.5	10.0
		% of Total	2.1%	18.8%	20.8%
	Pemb kas	Count	6	32	38
		Expected Count	5.5	32.5	38.0
		% of Total	12.5%	66.7%	79.2%
Total		Count	7	41	48
		Expected Count	7.0	41.0	48.0
		% of Total	14.6%	85.4%	100.0%

Sumber : Lampiran 1, diolah

5.2.3 Kepemilikan Saham Manajemen dan Jenis Akuisisi Internal dan Eksternal

Akuisisi internal adalah akuisisi yang dilakukan oleh perusahaan akuisitor terhadap perusahaan lain yang masih termasuk dalam *group* perusahaan akuisitor, sedangkan akuisisi eksternal adalah jual beli sebagian saham perusahaan yang sudah *go public* dari pemilik lama kepada pemilik baru melalui *private placement* maupun pembelian di bursa. Pada akuisisi eksternal, antara perusahaan akuisitor dan perusahaan target adalah perusahaan yang kepemilikannya terpisah.

Tabel 5.2 di halaman berikut, menunjukkan matriks perusahaan-perusahaan akuisitor yang melakukan jenis akuisisi internal dan akuisisi eksternal. Dari Tabel 5.2 terlihat bahwa mayoritas perusahaan akuisitor melakukan akuisisi internal pada saat akuisisi, yaitu sebanyak 34

perusahaan atau 70,8 % dari total 48 perusahaan akuisitor yang diteliti. Dari jumlah tersebut, 28 perusahaan atau 58,3% dari total perusahaan akuisitor, kepemilikan manajemen dan *group*nya > 50%, sedangkan sisanya 6 atau 12,5% dari total perusahaan akuistor, kepemilikan manajemen dan *group*nya < 50%.

Tabel 5.2
CROSS TABULATION KEPEMILIKAN SAHAM, AKUISISI INTERNAL DAN EKSTERNAL

			MAY_MIN		Total
			.00	Major own	
INT_EKS	Eksternal	Count	1	13	14
		Expected Count	2.0	12.0	14.0
		% of Total	2.1%	27.1%	29.2%
	1	Count	6	28	34
		Expected Count	5.0	29.0	34.0
		% of Total	12.5%	58.3%	70.8%
Total		Count	7	41	48
		Expected Count	7.0	41.0	48.0
		% of Total	14.6%	85.4%	100.0%

Sumber : Lampiran 1, diolah.

Dari perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi eksternal, yaitu sebanyak 14 perusahaan, atau 29,2% dari total 48 perusahaan akuisitor, sebanyak 13 perusahaan atau 27,1% kepemilikan manajemen dan *group*nya > 50%, sedangkan sisanya 1 perusahaan atau 2,1% dari total perusahaan akuistor, kepemilikan manajemen dan *group*nya < 50%.

5.2.4 Faktor Fundamental yang Mempengaruhi Cara Pembayaran Akuisisi dan Jenis Akuisisi Internal dan Eksternal

Faktor fundamental perusahaan akuisitor pada saat melakukan akuisisi terlihat dari neraca awal, laporan laba rugi dan data harga saham

di bursa efek, pada tahun pelaksanaan akuisisi. Beberapa variabel dalam faktor fundamental perusahaan tersebut yang diperkirakan mempengaruhi cara pembayaran akuisisi, maupun jenis akuisisi internal atau akuisisi eksternal, adalah variabel-variabel *free cash flow / FCF*, *financial leverage / LEV*, *sustainable growth* / SUSG, *relative firm size / RFSIZE* dan *market to book value / MBV*. Lampiran 2 di halaman 162 menunjukkan variabel-variabel tersebut dari semua perusahaan akuisitor sebelum melakukan akuisisi.

5.2.4.1 *Free Cash Flow / FCF*

Tabel 5.3
DESCRIPTIVE STATISTIC LNFCF

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LNFCF	48	7.2313	15.6998	14.876244	1.134788
Valid N (listwise)	48				

Sumber : Lampiran 2, diolah

Free cash flow adalah *cash flow* perusahaan yang bebas untuk digunakan investasi atau kebutuhan perusahaan lainnya. Data diukur dalam jumlah absolut, oleh karena itu, supaya dapat diproses bersamaan dengan angka ratio maka data absolut harus dinyatakan dalam *Ln*.

Dari Tabel 5.3, angka *LNFCF* maksimum adalah 15,6998 di mana angka ini dicapai oleh PT Astra Internasional Tbk, yang melakukan akuisisi pada tahun 1997 terhadap PT Astra Microtonic Technology, dan akuisisi dilakukan secara akuisisi internal, karena masih dalam satu *group*, sedangkan pembayarannya secara kas. Angka *LNFCF* minimum adalah 7,2313 di mana angka ini dicapai oleh PT Telekomunikasi Indonesia, yang

melakukan akuisisi pada tahun 1996 terhadap PT Citra Sari Makmur, dan akuisisi dilakukan secara akuisisi eksternal dan pembayaran secara kas.

5.2.4.2 *Financial Leverage / LEV*

Financial leverage merupakan ukuran risiko keuangan yang timbul karena penggunaan hutang dalam membiayai investasinya. Semakin tinggi rasio ini semakin tinggi risiko keuangannya, karena beban tetap berupa bunga akan memberatkan pembayarannya, terutama bagi perusahaan yang penjualannya sangat berfluktuasi / *volatile.*

Tabel 5.4
DESCRIPTIVE STATISTICS LEVERAGE

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LEV	48	,08	9,34	1,7990	1,64645
Valid N (listwise)	48				

Sumber: Lampiran 2, diolah

Dari Tabel 5.4, terlihat angka maksimum leverage sebesar 9,34 dicapai oleh PT Astra Graphia yang melakukan akuisisi terhadap PT Lintas Adhikrida, dan dilakukan dengan cara akuisisi internal dengan pembayaran kas, sedangkan angka minimum sebesar 0,08 dicapai oleh PT Cahaya Kalbar Tbk, yang megakuisisi PT Mintawi, dan dilakukan dengan cara akuisisi eksternal dengan pembayaran saham.

5.2.4.2 *Sustainable Growth / SUSG*

Sustainable growth menunjukkan kemampuan perusahaan untuk berkembang dari kemampuannya sendiri.

Tabel 5.5
DESCRIPTIVE STATISTICS SUSG

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
SUSG	48	-1.9538	.4850	3.42667E-02	.343894
Valid N (listwise)	48				

Sumber : Lampiran 2, diolah

Dari Tabel 5.5 terlihat bahwa angka maksimum sebesar 0,4850 dicapai oleh PT Pudjiadi & Sons Limited, yang melakukan akuisisi terhadap PT Juwara Warga Hotel Corporation pada tahun 1998, di mana akuisisinya merupakan akuisisi internal dan pembayarannya dengan kas. Angka minimum sebesar – 1,9538 dicapai oleh PT Aneka Kimia Raya, yang melakukan akuisisi terhadap PT Arjuna Utama Kimia pada 1998, di mana akuisisi merupakan akuisisi eksternal dan pembayarannya kas.

5.2.4.3 Relative Firm Size / RFSIZE

Relative firm size merupakan ukuran besar kecilnya perusahaan, yang diukur dari rasio total aktiva perusahaan target dibanding total aktiva perusahaan akuisitor.

Tabel 5.6
DESCRIPTIVE STATISTICS RFSIZE

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
RFSIZE	48	.0009	4.1989	.353615	.704823
Valid N (listwise)	48				

Sumber : Lampiran 2, diolah

Dari Tabel 5.6 terlihat angka maksimum sebesar 4,1989 dicapai oleh PT Hanson Industri Utama yang melakukan akuisisi pada tahun 1997 terhadap PT Kridajaya Upaya Perdana & PT Primayuda Mandiri Jaya, di

mana akuisisi merupakan akuisisi eksternal dan dibiayai dengan pembayaran dengan saham. Angka minimum sebesar 0,0009 dicapai oleh PT Indocement Tunggal Prakarsa yang melakukan akuisisi pada tahun 1995 terhadap PT Wima Nusantara Internasional, di mana akuisisi merupakan akuisisi internal yang pembayarannya kas.

5.2.4.4 Market to Book Value / MBV

Market to book value merupakan penilaian investor terhadap saham perusahaan. Rasio ini merupakan prediktor yang kuat terhadap *return* saham, di mana jika saham perusahaan *undervalue* maka akuisitor cenderung menggunakan kas untuk mengakuisisi.

Tabel 5.7
DESCRIPTIVE STATISTICS MBV

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
MBV	48	-.2100	8.8100	1.762917	1.603167
Valid N (listwise)	48				

Sumber : Lampiran 2, diolah

Dari Tabel 5.7 terlihat bahwa angka maksimum adalah 8,81 yang dicapai oleh PT Kalbe Farma Tbk yang melakukan akuisisi pada tahun 1996 terhadap PT Finusolprima Farma Internasional, di mana akuisisi merupakan akuisisi internal yang pembayarannya kas. Angka minimum adalah – 0,210 yang dicapai oleh PT Aneka Kimia Raya, yang melakukan akuisisi terhadap PT Arjuna Utama Kimia pada 1998, di mana akuisisi merupakan akuisisi eksternal dan pembayarannya kas

5.2.5 *Cumulative Abnormal Return* Perusahaan Akuisitor Tiga Tahun Pasca Akuisisi

Untuk mengetahui kinerja tingkat pengembalian saham perusahaan akuisitor setelah mereka melakukan akuisisi, dilakukan penghitungan *cumulative abnormal return* bulanan selama tiga tahun, dengan menggunakan metode *market adjusted return.* Data untuk memperoleh angka-angka ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1995 sampai dengan tahun 2004.

5.2.5.1 Rata-rata *Cumulative Abnormal Return* Perusahaan Akuisitor yang Melakukan Pembayaran Kas dan Saham

Dari Tabel 5.8 terlihat bahwa *CAR* maksimum selama 36 bulan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan membayar kas adalah sebesar 4,09 dicapai oleh PT Enseval Putra Megatrading Tbk.

Tabel 5.8
*DESCRIPTIVE STATISTICS CAR*_KAS , dan *CAR*_SHM

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
car byr kas	38	-2.18	4.09	.4073	1.5623
car byr saham	10	-1.330	5.713	1.05310	2.20486
Valid N (listwise)	10				

Sumber : Lampiran 3, diolah

sedangkan minimum sebesar –2,18 dicapai oleh PT Darma Samudra Fishing Indonesia. Di pihak lain, *CAR* maksimum selama 36 bulan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan pembayaran saham adalah sebesar 5,71 dicapai oleh PT Hanson Industri Utama sedangkan minimum sebesar –1,33 dicapai oleh PT Hotel Sahid Jaya Internacional.

5.2.5.2 Rata-rata *Cumulative Abnormal Return* Perusahaan Akuisitor yang Melakukan Akuisisi Internal dan Akuisisi Eksternal

Dari Tabel 5.9 terlihat bahwa *CAR* maksimum selama 36 bulan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal adalah sebesar 4,09 dicapai oleh PT Enseval Putra Megatrading Tbk. sedangkan minimum sebesar – 1,76 dicapai oleh PT Daya Guna Samudra.

Tabel 5.9
*DESCRIPTIVE STATISTICS CAR_*INT DAN *CAR_*EKS

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
car akuisCar akuisisi	34	-1.76	4.09	.6943	1.6178
Car akuisisi eksternal	14	-2.180	5.713	.17154	1.92728
Valid N (listwise)	14				

Sumber : Lampiran 3, diolah

Di pihak lain, *CAR* maksimum selama 36 bulan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi eksternal adalah sebesar 5,71 dicapai oleh PT Hanson Industri Utama sedangkan minimum sebesar –2,18 dicapai oleh PT Darma Samudra Fishing Industri

5.2.5.3 Rata-rata *Cumulative Abnormal Return* Perusahaan Akuisitor yang melakukan Akuisisi Internal dengan Pembayaran Kas vs Saham

Dari Tabel 5.10 terlihat bahwa *CAR* maksimum selama 36 bulan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan membayar kas adalah sebesar 4,09 dicapai oleh PT Enseval Putra Megatrading sedangkan minimum sebesar –1,76 dicapai oleh PT Daya Guna Samudra.

Tabel 5.10
*DESCRIPTIVE STATISTICS CAR INT_*KAS DAN *CAR INT_SHM*

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
car internal byr kas	27	-1.76	4.09	.7102	1.6472
car internal byr shm	7	-1.330	3.430	.63293	1.62206
Valid N (listwise)	7				

Sumber : Lampiran 3, diolah

Di sisi lain, *CAR* maksimum selama 36 bulan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran saham adalah sebesar 3,43 dicapai oleh PT Igar Jaya sedangkan minimum sebesar –1,33 dicapai oleh PT Hotel Sahid Jaya Internasional

5.2.5.4 Rata-rata *Cumulative Abnormal Return* Perusahaan Akuisitor dan Perusahaan Lain Dalam Industri Sama Yang Tidak Melakukan Akuisisi

Dari Tabel 5.11 berikut terlihat bahwa *CAR* maksimum selama 36 bulan perusahaan-perusahaan akuisitor adalah sebesar 4,09 dicapai oleh PT Enseval Putra Megatrading sedangkan minimum sebesar –2,18 dicapai oleh PT Darma Samudra Fishing.

Tabel 5.11
DESCRIPTIVE STATISTICS CAR AKUISITOR DAN CAR NON-AKUISITOR

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAR_AKST	30	-2.180	4.092	.59157	1.690156
CAR NAKS	30	-2.061	15.540	1.58833	3.690146
Valid N (listwise)	30				

Sumber : Lampiran 3, diolah

Di sisi lain, *CAR* maksimum selama 36 bulan perusahaan – perusahaan lain dalam industri sama yang tidak melakukan akuisisi adalah sebesar 15,54 dicapai oleh PT Tri Polysta Indonesia sedangkan minimum sebesar –2,061 dicapai oleh PT Hotel Prapatan.

5.3 Analisis dan Hasil Studi

5.3.1 Analisis Kepemilikan Saham dan Cara Pembayaran Kas dan Saham

Pengujian hipotesis 1, terlihat hasilnya pada Tabel 5.12, bahwa nilai χ^2 hitung lebih kecil dari pada χ^2 tabel, yaitu 0,213 < 3,84 maka secara statistik ternyata bahwa Ho diterima, yang berarti bahwa kepemilikan saham manajemen tidak mempengaruhi cara pembayaran akuisisi dengan kas atau dengan saham.

Tabel 5.12
CHI-SQUARE TESTS – PENGARUH KEPEMILIKAN SAHAM MANAJEMEN TERHADAP CARA PEMBAYARAN AKUISISI

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)
Pearson Chi-Square	.213 [b]	1	.644		
N of Valid Cases	48				

a. Computed only for a 2x2 table

b. 1 cells (25.0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 1.46.

Sumber: Lampiran 1- diolah

5.3.2 Analisis Kepemilikan Saham dan Akuisisi Internal dan Akuisisi Eksternal

Pengujian Hipotesis 2, terlihat hasilnya pada Tabel 5.13 bahwa nilai χ^2 hitung lebih kecil dari pada χ^2 Tabel, yaitu 0,878 < 3,84 maka secara statistik ternyata bahwa Ho diterima, yang berarti bahwa kepemilikan saham manjerial tidak mempengaruhi cara perusahaan melakukan akuisisi internal maupun akuisisi eksternal.

Tabel 5.13
CHI-SQUARE TEST PENGARUH KEPEMILIKAN SAHAM MANAJEMEN TERHADAP JENIS AKUISISI INTERNAL DAN EKSTERNAL

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)
Pearson Chi-Square [a]	.878 [b]	1	.349		
N of Valid Cases	48				

a. Computed only for a 2x2 table

b. 2 cells (50.0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 2.04.

Sumber: Lampiran -1, diolah

5.3.3 Analisis Pengaruh Faktor Fundamental terhadap Cara Pembayaran Akuisisi

5.3.3.1 Model Logit 1

Dari hasil perhitungan yang menggunakan komputer dengan aplikasi program SPSS 11.0 *(Statistical Program for Social Science)* diperoleh hasil regresi Model Logit 1 pada Tabel 5.14

Tabel 5.14
REGRESI LOGIT 1 DENGAN VARIABEL Y ADALAH
METODE PEMBAYARAN KAS DAN SAHAM

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1[a]	LNFCF	.024	1.462	.000	1	.987	1.024
	LEVERAGE	.412	.406	1.033	1	.309	1.510
	SUSG	-1.454	2.522	.332	1	.564	.234
	RFSIZE	-3.401	1.717	3.923	1	.048	.033
	MBV	1.133	.723	2.458	1	.117	3.104
	Constant	.079	22.133	.000	1	.997	1.082

a. Variable(s) entered on step 1: LNFCF, LEVERAGE, SUSG, RFSIZE, MBV.

Sumber : Lampiran 2, diolah

5.3.3.2 Pengujian Hipotesis 3 dengan Menggunakan Model Logit 1

Dari Tabel 5.14 pada halaman sebelum ini terlihat bahwa variabel *RFSIZE* secara parsial berpengaruh signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$, atau tingkat kepastian 95%, yang terlihat dari angka sig. = 0,048, terhadap cara perusahaan melakukan akuisisi dengan pembayaran Kas dan Saham. Dari koefisien B, yaitu – 3,401, dapat berarti bahwa *RFSIZE* mempunyai pengaruh *non-linear* yang negatif terhadap probabilitas pemilihan cara akuisisi menggunakan pembayaran secara kas, di mana semakin besar *RFSIZE* perusahaan target dibanding perusahaan akuisitor, semakin kecil probabilitas pembiayaan dengan kas atau semakin besar pembiayaan dengan saham.

Variabel-variabel lainnya yaitu *LNFCF* , *LEV*, *SUSG* dan *MBV* secara parsial tidak berpengaruh *non-linear* terhadap cara perusahaan melakukan akuisisi dengan pembayaran Kas dan Saham.

5.3.3.3 Prediksi Analisis Regresi Logistik 1

Dari Tabel 5.15 di halaman berikut, terlihat bahwa kemampuan prediksi model logit cukup bagus. Tingkat keberhasilan total sebesar 85,4%, artinya variabel-variabel yang masuk dalam model mampu menjelaskan 85,4% dari keseluruhan variabel, di mana estimasinya adalah 40% benar melakukan pembayaran akuisisi dengan saham, dan 97,4% benar pembayaran akuisisi menggunakan kas.

Tabel 5.15
HASIL PREDIKSI ANALISIS REGRESI LOGISTIK-1 KAS DAN SAHAM

Observed			Predicted		
			KAS_SHM		Percentage Correct
			Pemb saham	Pemb kas	
Step 1	KAS_SHM	Pemb saham	4	6	40.0
		Pemb kas	1	37	97.4
	Overall Percentage				85.4

a. The cut value is .500

Sumber : Lampiran 1, diolah

5.3.3.4 Persamaan Regresi Logistik 1

$$\text{Ln}\{p/1\text{-}p\} = 0{,}079 + 0{,}024\ LNFCF + 0{,}412\ LEV - 1{,}454\ SUSG$$

Sig. t (0,997) (0,987) (0,309) (0,564)

$$-3{,}401\ RFSIZE + 1{,}133\ MBV$$

(0,048) (0,997)

Konstanta sebesar 0,079 artinya bahwa probabilitas perusahaan akuisitor memutuskan pemilihan alternatif untuk membayar dengan kas

lebih tinggi dibanding membayar menggunakan saham, dengan tingkat probabilitas

$p = e^{0,079} / (1 + e^{0,079})$, atau dengan anggapan variabel dalam model konstan, probabilitas akuisisi menggunakan pembayaran kas sebesar 51,97%.

Koefisien regresi logistik variabel *relative firm Size / RFSIZE* sebesar – 3,401, artinya dengan anggapan variabel yang lain konstan, probabilitas perusahaan akuisitor melakukan akuisisi dengan cara pembayaran kas akan menurun jika *relative firm size* meningkat. Semakin besar *relative firm size* yang diukur sebagai nilai relatif perusahaan target dibanding nilai perusahaan akuisitor, akan menyebabkan jumlah dana yang harus dihimpun juga semakin besar, sehingga jika *relative firm size* semakin besar menyebabkan perusahaan akuisitor cenderung melakukan akuisisi menggunakan saham.

Angka koefisien sebesar – 3,401, yang signifikan pada t = 0,048, menunjukkan bahwa angka probabilitas $p = \frac{e^{-3,401}}{1 + e^{-3,401}} = 3,19\ \%$ dalam arti bahwa peningkatan *relative firm size* akan menyebabkan penurunan pembiayaan akuisisi dengan pembayaran kas dengan probabilitas hanya 3,19%, sehingga kecenderungannya akan membiayai akuisisi dengan saham, dengan probabilitas sebesar 96,81 %.

Koefisien regresi logistik variabel *financial leverage / LEV* sebesar 0,412, artinya dengan anggapan variabel yang lain konstan, probabilitas perusahaan akuisitor melakukan akuisisi dengan cara pembayaran kas akan meningkat jika *financial leverage* meningkat. Akan tetapi variabel ini

tidak signifikan pengaruhnya terhadap probabilitas pembayaran akuisisi menggunakan kas atau saham, seperti terliht dari t sig. = 0,309.

5.3.4 Analisis Pengaruh Faktor Fundamental terhadap Pemilihan Jenis Akuisisi Internal dan Eksternal

5.3.4.1 Model Logit 2

Model logit 2 digunakan untuk menguji pengaruh faktor fundamental perusahaan terhadap jenis akuisisi internal dan akuisisi eksternal.

Tabel 5.16

REGRESI LOGIT DENGAN VARIABEL Y ADALAH JENIS AKUISISI INTERNAL DAN EKSTERNAL

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1[a]	LNFCF	.760	1.148	.439	1	.508	2.139
	LEVERAGE	.016	.233	.005	1	.944	1.016
	SUSG	1.180	1.141	1.069	1	.301	3.254
	RFSIZE	-.867	.584	2.204	1	.138	.420
	MBV	.031	.212	.021	1	.885	1.031
	Constant	-10.238	17.275	.351	1	.553	.000

a. Variable(s) entered on step 1: LNFCF, LEVERAGE, SUSG, RFSIZE, MBV.

Sumber : Lampiran 2, diolah

Dari hasil perhitungan yang menggunakan komputer dengan aplikasi program SPSS 11.0 diperoleh hasil regresi Model Logit 2 pada Tabel 5.16.

5.3.4.2 Pengujian Hipotesis 4 dengan Model logit 2

Dari Tabel 5.16 terlihat bahwa variable-variabel *LNFCF, LEV, SUSG, RFSIZE* dan *MBV* secara parsial tidak berpengaruh *non linear*

secara signifikan terhadap cara perusahaan melakukan akuisisi internal maupun akuisisi eksternal, yang berarti Ho diterima.

5.3.4.3 Prediksi Analisis Regresi Logistik 2

Dari Tabel 5.17 di halaman berikut, terlihat bahwa kemampuan prediksi model logit cukup bagus. Tingkat keberhasilan total sebesar 79,2%, artinya variabel-variabel yang masuk dalam model mampu menjelaskan 79,2% dari keseluruhan variabel, di mana estimasinya adalah 28,6% benar melakukan akuisisi eksternal, dan 100% benar melakukan akuisisi internal.

Tabel 5.17
HASIL PREDIKSI ANALISIS REGRESI LOGISTIK AKUISISI INTERNAL DAN EKSTERNAL

Observed			Predicted		
			INT_EKS		Percentage Correct
			.00	1.00	
Step 1	INT_EKS	.00	4	10	28.6
		1.00	0	34	100.0
	Overall Percentage				79.2

Sumber : Lampiran 1, diolah

5.3.4.4 Persamaan Regresi Logistik 2

$$\text{Ln}\{p/1\text{-}p\} = -10{,}238 + 0{,}760\,LNFCF + 0{,}016\,LEV + 1{,}180\,SUSG$$

Sig. t (0,553) (0,508) (0,944) (0,301)

$$-0{,}867\,RFSIZE + 0{,}031\,MBV$$

(0,138) (0,885)

Dari persamaan Regresi logistik 2, menunjukkan bahwa tidak ada satu variabel independen secara parsial, yang mempengaruhi probabilitas

perusahaan akuisitor untuk melakukan akuisisi internal atau akuisisi eksternal. Ini menunjukkan bahwa akuisisi internal maupun akuisisi eksternal tidak dipengaruhi oleh variabel-variabel dalam faktor fundamental, atau dengan perkataan lain perusahaan akuisitor dalam melakukan akuisisi apakah akuisisi internal atau akuisisi eksternal tidak mempunyai pola tertentu.

5.3.5 Analisis Rata-rata *CAR* Perusahaan Akuisitor yang Melakukan Pembayaran Kas dan Saham

Pengujian Hipotesis 5 dengan *independent samples test* seperti terlihat pada Tabel 5.18 berikut, bahwa Ho ditolak, karena angka sig. = 0,000 atau lebih kecil dari 5%. Artinya dengan tingkat keyakinan sebesar 95%, dan tidak diasumsikan varians sama, ternyata ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *CAR* dari perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan pembayaran kas dan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan pembayaran saham.

Tabel 5.18
UJI BEDA DUA RATA-RATA ANTARA *CAR* PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MELAKUKAN PEMBAYARAN KAS DAN SAHAM

CAR bayar kas vs *CAR* bayar saham	Levene's Test for Equality of Variance		t-test for Equality of Means						
					Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std.Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
	F	Sig.	t	df				Lower	Upper
Equal Variance assumed	22.441	.000	-5.362	70	.000	-.48708	9.0832E-02	-.66824	-.30592
Equal Variance not assumed			-5.362	46.814	.000	-.48708	9.0832E-02	-.66983	-.30433

Sumber : Lampiran 3, diolah

Levene's Test for Equality of Variance menunjukkan angka uji F = 22,441 yang signifikn pada sig. = 0,000, berarti bahwa *equal veriance not assumed.*

Selain itu perlu diperhatikan dari angka rata-rata *CAR* riil, seperti terlihat pada Tabel 5.19 di halaman berikut, ternyata bahwa selain perbedaan rata-rata *CAR* yang signifikan, akan tetapi rata-rata *CAR* untuk perusahaan akuisitor yang melakukan pembayaran dengan saham lebih besar dibanding dengan angka yang sama untuk perusahaan akuisitor yang melakukan pembayaran kas, yaitu 0,5399 > 0,0528

Tabel 5.19
PERBANDINGAN RATA-RATA *CAR* PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MELAKUKAN PEMBAYARAN KAS DAN SAHAM

	N	Mean	Std Deviation	Std. Error Mean
CAR bayar kas	36	0,0528	0,20975	3,50E-02
CAR bayar saham	36	0,53992	0,50301	8,38E-02

Sumber : Lampiran 3, diolah

5.3.6 Analisis Rata-rata *CAR* Perusahaan Akuisitor yang Melakukan Akuisisi Internal vs Akuisisi Eksternal

Pengujian Hipotesis 6 dengan *independent samples test* seperti terlihat pada Tabel 5.20, bahwa Ho diterima karena angka sig. = 0,962 atau lebih besar dari 5%. Artinya, dengan tingkat keyakinan 95% dan dengan asumsi varians sama, ternyata tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *CAR* perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi eksternal.

Tabel 5.20
UJI BEDA DUA RATA-RATA ANTARA *CAR* PERUSAHAAN AKUISITORYANG MELAKUKAN AKUISISI INTERNAL DAN EKSTERNAL

CAR Akuisisi internal vs *CAR* Akuisisi Eksternal	Levene's Test for Equality of Variance		t-test for Equality of Means						
					Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std.Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
	F	Sig.	t	Df				Lower	Upper
Equal Variance assumed	1.971	.165	-.047	70	.962	-3.361E-03	7.1027E-02	.14502	.13830
Equal Variance not assumed			-.047	69.274	.962	-3.361E-03	7.1027E-02	.14505	.13832

Sumber : Lampiran 3, diolah

Di pihak lain perlu diperhatikan dari angka rata-rata bulanan *CAR* riil, seperti terlihat pada Tabel 5.21 ternyata bahwa rata-rata *CAR* bulanan untuk perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal tidak berbeda signifikan dengan rata-rata CAR bulanan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi eksternal. Angka rata-rata CAR bulanan dari perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal, hampir sama dibanding dengan angka yang sama untuk perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi eksternal, yaitu 0,1533 berbanding 0,1567

Tabel 5.21
PERBANDINGAN RATA-RATA *CAR* PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MELAKUKAN AKUISISI INTERNAL DAN EKSTERNAL

	N	Mean	Std Deviation	Std. Error Mean
CAR Akuisisi Internal	36	0,15331	0,31639	5,27E-02
CAR Akuisisi Eksternal	36	0,15667	0,2855	4.76E-02

Sumber : Lampiran 3, diolah

5.3.7 Analisis Rata-rata *CAR* Perusahaan Akuisitor Yang Melakukan Akuisisi Internal dengan Membayar Kas dan Saham

Pengujian Hipotesis 7 dengan *independent samples test* seperti terlihat pada Tabel 5.22 di halaman berikut, bahwa Ho diterima, atau Ha ditolak karena angka sig. = 0,463 atau lebih besar dari 5%. Artinya, dengan tingkat keyakinan 95% dan diasumsikan varians sama, bahwa tidak ada perbedaan secara statistik yang signifikan antara rata-rata *CAR* perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan membayar kas dan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran saham.

Selain itu perlu diperhatikan dari angka rata-rata *CAR* riil, seperti terlihat pada Tabel 5.23 di halaman berikut bahwa rata-rata *CAR* untuk perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas, sedikit lebih tinggi dibanding dengan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran saham, yaitu 0,1652 > 0,1075.

Tabel 5.22
UJI BEDA DUA RATA-RATA ANTARA *CAR* PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MELAKUKAN AKUISISI INTERNAL DENGAN MEMBAYAR KAS DAN SAHAM

CAR internal bayar kas vs *CAR* internal bayar saham	Levene's Test for Equality of Variance		t-test for Equality of Means						
					Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std.Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
	F	Sig.	t	Df				Lower	Upper
Equal Variance assumed	.368	.546	.737	70	.463	5.7708E-02	7.8275E-02	-9.8E-02	.21382
Equal Variance not assumed			.737	69.281	.463	5.7708E-02	7.8275E-02	-9.8E-02	.21385

Sumber : Lampiran 3, diolah

Tabel 5.23
PERBANDINGAN RATA-RATA *CAR* PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MELAKUKAN AKUISISI INTERNAL DENGAN MEMBAYAR KAS DAN SAHAM

	N	Mean	Std Deviation	Std. Error Mean
CAR Internal bayar kas	36	0,16524	0,31472	5,25E-02
CAR Internal bayar saham	36	0,10753	0,34861	5.81E-02

Sumber : Lampiran 3, diolah

5.3.8 Analisis Rata-rata *CAR* Perusahaan-perusahaan Akuisitor dan Perusahaan perusahaan Lain dalam Industri Sama Yang Tidak Melakukan Akuisisi

Pengujian Hipotesis 8 dengan *independent samples test* seperti terlihat pada Tabel 5.24 di halaman berikut, bahwa Ho ditolak atau Ha diterima karena angka sig. = 0,000 atau lebih kecil dari 5%.

Tabel 5.24
UJI BEDA DUA RATA-RATA ANTARA *CAR* PERUSAHAAN AKUISITOR DAN PERUSAHAAN LAIN YANG TIDAK MELAKUKAN AKUISISI

CAR akuisitor vs *CAR* non-akuisitor	Levene's Test for Equality of Variance		t-test for Equality of Means						
					Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std.Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
	F	Sig.	t	Df				Lower	Upper
Equal Variance assumed	31.623	.000	-6.983	70	.000	-.78645	.11262	-1.01107	-.56183
Equal Variance not assumed			-6.983	45.518	.000	-.78645	.11262	-1.01321	-.55969

Sumber : Lampiran 3, diolah

Artinya, dengan tingkat keyakinan 95%, dan tidak diasumsikan varians-nya sama, bahwa ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata

CAR perusahaan – perusahaan akuisitor dan perusahaan lain pada industri sama yang tidak melakukan akuisisi.

Tabel 5.25
PERBANDINGAN RATA-RATA *CAR* PERUSAHAAN AKUISITOR DAN PERUSAHAAN LAIN YANG TIDAK MELAKUKAN AKUISISI

	N	Mean	Std Deviation	Std. Error Mean
CAR Akuistor	36	0,13283	0,24672	4,11E-02
CAR Non-akuisitor	36	0,91928	0,62908	0,10485

Sumber : Lampiran 3, diolah

Selain itu, perlu diperhatikan dari angka rata-rata *CAR* riil, seperti terlihat pada Tabel 5.25, bahwa rata-rata *CAR* untuk perusahaan-perusahaan lain dalam industri sama yang tidak melakukan akuisisi, lebih tinggi dibanding dengan perusahaan-perusahaan akuisitor, yaitu 0,9193 > 0,1328.

Tabel 5.26
UJI BEDA SIZE PERUSAHAAN-PERUSAHAAN AKUISITOR DAN PERUSAHAAN-PERUSAHAAN LAIN DALAM INDUSTRI SAMA YANG TIDAK MELAKUKAN AKUISISI

Sales akuisitor vs Sales non-akuisitor	Levene's Test for Equality of Variance		t-test for Equality of Means						
								95% Confidence Interval of the Difference	
	F	Sig.	t	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std.Error Difference	Lower	Upper
Equal Variance assumed	.507	.479	472	58	.638	22539.367	47719.193	-72981.0	118059.7
Equal Variance not assumed			472	57.724	.638	22539.367	47719.193	-72990.7	118069.4

Sumber: Lampiran – 3 diolah

Untuk membandingkan kinerja saham perusahaan akuisitor dengan perusahaan lain pada industri sama yang tidak melakukan akuisisi, perlu ditetapkan perusahaan mana yang harus dijadikan pembanding. Untuk itu selain dicari dari industri yang sama juga dilakukan kontrol terhadap *size* perusahaan yang dalam hal ini adalah ukuran *sales*-nya.

Tabel 5.26 di halaman 120, menunjukkan hasil uji beda antara size yang diukur dari rata-rata *sales* perusahaan akuisitor dan perusahaan lain dari industri yang sama yang tidak melakukan akuisisi. Ho diterima, dan berdasar asumsi varians yang sama, bahwa dengan tingkat $\alpha = 5\%$, terlihat sig. t = 0,638 yang berarti bahwa tidak ada perbedaan signifikan antara *size* perusahaan-perusahaan akuisitor dan *size* perusahaan-perusahaan lain dalam industri sama yang tidak melakukan akuisisi, yang digunakan sebagai pembanding kinerja jangka panjang pasca akuisisi.

BAB 6

PEMBAHASAN

6.1. Hasil Temuan Penelitian

6.1.1 Pengaruh Kepemilikan Saham Manajemen terhadap Metode Pembayaran Akuisisi

Analisis hasil model 1, untuk membuktikan hipotesis 1 menyatakan bahwa kepemilikan saham manajemen tidak mempengaruhi metode pembayaran akuisisi. Ini sebagian besar disebabkan oleh kepemilikan saham manajemen di Indonesia umumnya dipengaruhi oleh kepemilikan saham keluarga pendiri perusahaan dan kelompoknya yang lebih menyukai *cash payment* (79,2% perusahaan akuisitor membayar akuisisi secara kas), karena takut kehilangan *vote*-nya sehingga walaupun kepemilikan saham di bawah 50%, namun pengaruh kelompok masih mendominasi keputusan-keputusan manjerialnya, PDBI (1997: 59).

Amihud *et al.*, (1990) menyatakan bahwa tingkat kepemilikan saham manajemen yang rendah akan berkorelasi negatif dengan kemungkinan pembiayaan akuisisi dengan saham, dan manajemen perusahaan akuisitor yang menilai tinggi terhadap kontrol perusahaan lebih menyukai membayar kas dalam transaksi akuisisi, supaya terhindar dari *control dilution.* Sementara itu Ghosh dan Ruland (1998) meninjau dari sisi lain yaitu dalam penelitian mereka tentang kepemilikan saham manajemen perusahaan target dan metode pembayaran akuisisi menyatakan bahwa ada hubungan positif dan signifikan antara kepemilikan saham manajemen perusahaan target dan kemungkinan akuisisi menggunakan pembayaran

dengan saham, di mana semakin tinggi kepemilikan saham para manajer perusahaan target, semakin tinggi mereka menghendaki pembayaran akusisi dengan saham. Selain itu juga ditemukan bukti bahwa para manajer perusahaan target cenderung mempertahankan pekerjaan mereka di perusahaan yang bergabung, jika mereka menerima saham, dibandingkan menerima kas.

Hasil studi ini walaupun tidak menyatakan secara signifikan adanya pengaruh kepemilikan manajemen terhadap metode pembayaran akuisisi, akan tetapi pada dasarnya kelompok pemegang saham mayoritas yang lebih mendominasi manajemen, takut akan terjadinya *dillution of control,* sama seperti temuan Amihud *et al.,* (1990). Ini menunjukkan bahwa ada pola yang sama antara kondisi ketakutan akan terjadinya *dillution of control* baik di Indonesia maupun di Amerika, di mana penelitian-penelitian terdahulu dilakukan.

6.1.2 Pengaruh Kepemilikan Saham Manajemen terhadap Jenis Akuisisi Internal dan Akuisisi Eksternal

Hasil uji hipotesis 2 menyatakan bahwa kepemilikan saham manajemen tidak mempengaruhi pemilihan jenis akuisisi internal atau akuisisi eksternal yang dilakukan oleh perusahaan akuisitor. Ini menunjukkan fenomena bahwa perusahaan akuisitor yang *go public* di Bursa Efek Jakarta pada saat melakukan akuisisi internal maupun akuisisi eksternal tidak dipengaruhi oleh posisi kepemilikan saham manajemen.

Fenomena ini menunjukkan bahwa keinginan untuk melakukan pembayaran akuisisi menggunakan kas atau saham maupun pemilihan jenis akuisisi internal atau akuisisi eksternal muncul secara tidak terpola, dan apapun faktor penyebabnya manajemen selalu dapat melakukan akuisisi dengan cara pembayaran dan jenis akuisisi yang diinginkan tersebut dengan dukungan para pemegang saham mayoritas. Tentu saja akuisisi tersebut dapat terlaksana apabila menurut pemegang saham mayoritas, transaksi akuisisi akan menguntungkan mereka.

Selain itu manajemen perusahaan dalam kesehariannya adalah pengendali asset perusahaan, sehingga terjadi *asymmetry information* yang memberi kesempatan untuk berperilaku opportunis para manajer tersebut untuk kepentingan *group*-nya. Tambahan lagi, konsentrasi kepemilikan saham akan memudahkan pengambilan keputusan strategis, Darsono (2001).

Fakta ini menunjukkan perlunya *good corporate governance* yang merupakan upaya untuk mencari cara terbaik dalam menjalankan perusahaan, sehingga pemegang saham minoritas tidak terlalu dirugikan, karena hak seluruh pemegang saham harus dilindungi secara adil. Selanjutnya menurut Darsono (2001) bahwa *good corporate governance* memang merupakan mekanisme yang tepat untuk memecahkan masalah keagenan. Masalah keagenan dalam hal ini adalah kemungkinan munculnya dugaan terjadinya praktek akuisisi internal yang dapat merugikan pemegang saham minoritas, yang dalam hal ini kepemilikan saham oleh masyarakat / publik.

Bahkan bukan hanya pemegang saham minoritas yang harus dilindungi, melainkan seharusnya seluruh *stakeholder* perusahaan harus mendapatkan perhatian manajemen, supaya kelangsungan hidup perusahaan terjamin dalam jangka panjang. Teori *stakeholder* yang memandang perusahaan sebagai pusat kontrak dengan pihak-pihak berkepentingan yang lebih luas, merupakan dasar pemikiran bahwa perusahaan diperlukan tidak hanya untuk memenuhi kepentingan prinsipal dan agen, melainkan untuk meningkatkan kesejahteraan seluruh pihak yang mempunyai klaim sah terhadap perusahaan tersebut, demikian menurut Hill dan Jones (1992) dan Donaldson dan Preston (1995), dalam Darsono (2001).

6.1.3 Pengaruh Faktor Fundamental terhadap Cara Pembayaran Akuisisi

Hasil pengujian hipotesis 3 menyatakan bahwa variabel *relative firm size* secara parsial dan *non-linear* berpengaruh signifikan terhadap cara perusahaan melakukan pembayaran akuisisi dengan kas atau saham, di mana dengan anggapan variabel yang lain konstan, probabilitas perusahaan akuisitor melakukan akuisisi dengan cara pembayaran kas akan menurun jika *relative firm size* meningkat. Temuan ini bertentangan dengan apa yang dinyatakan oleh Yook, *et al.*, (1999), bahwa jika perusahaan target secara relatif lebih besar dari perusahaan akuisitor maka perusahaan akuisitor cenderung mengakuisisi menggunakan kas. Hasil temuan empiris di Amerika ini dikaitkan dengan kondisi pasar *junk bond* yang sedang berkembang saat itu, sehingga memungkinkan perusahaan

yang lebih kecil dapat mengakuisisi perusahaan yang relatif lebih besar.

Hasil penelitian ini menunjukkan kondisi sebaliknya, yaitu di mana probabilitas pembiayaan dengan kas menurun dengan semakin besarnya *relative firm size* perusahaan akuisitor. Dengan kata lain, dari data empiris di Indonesia, semakin besar *relative firm size* perusahaan target dibanding perusahaan akuisitor maka akuisisi cenderung dibayar menggunakan saham. Hal ini mungkin terjadi karena, 1) perusahaan target menganggap bahwa prospek pertumbuhan perusahaan akuisitor yang cukup bagus sehingga pemegang saham perusahaan target mau dibayar dengan saham perusahaan akuisitor, 2) perusahaan target dan perusahaan akuisitor masih dalam satu group, atau akuisisi yang dilakukan adalah akuisisi internal.

Contoh data untuk studi ini yaitu PT Berlian Laju Tanker mengakuisisi Asean Maritime Corporation dan Pan Union Shipping Pte.Ltd (Malaysia) pada 1997, dengan pembayaran saham dan *relative firm size-* nya sebesar 2,2861. Prospek pertumbuhan PT Berlian Laju Tanker dapat dilihat dari rasio *market to book value* yaitu sebesar 1,980 di mana rasio ini cukup menunjukkan bahwa prospek perusahaan ini cukup bagus karena di atas satu. Selain itu kedua perusahaan tersebut merupakan perusahaan diluar kelompok PT Berlian Laju Tanker, yang yang berarti diakuisisi secara akuisisi eksternal. PT Hanson Industri Utama mengakuisisi PT Kridajaya Upaya Perdana dan PT Primayudha Mandiri Jaya pada 1997, dengan pembayaran saham juga dan *relative firm size* – nya sebesar 4,1989, sedangkan rasio *market to book value*-nya sebesar 1,510, dan kedua perusahaan tersebut juga diakuisisi secara eksternal.

Di pihak lain dapat juga mengakuisisi perusahaan target yang nilainya relatif lebih besar dengan menggunakan pembayaran kas, karena yang diakuisisi adalah perusahaan dalam groupnya sendiri, atau akuisisi yang dilakukan adalah akuisisi internal. Contohnya yaitu PT Multipolar Corporation yang mengakuisisi PT Lapi Elpatsindo pada tahun 1995 dengan pembayaran kas dan nilai *relative firm size*-nya sebesar 1,1765. Akuisisi yang dilakukan adalah jenis akuisisi internal, karena perusahaan target masih dalam satu group dengan perusahaan akuisitor. PT Kalbe Farma yang mengakuisisi PT Finusolprima Farma International pada 1996 dengan pembayaran kas juga, dan nilai *relative firm size*-nya sebesar 1,2306. Akuisisi yang dilakukan adalah jenis akuisisi internal, karena perusahaan target juga masih dalam satu group dengan perusahaan akuisitor. Kondisi ini menunjukkan bahwa lingkungan operasi yang berbeda akan mengakibatkan praktik-praktik yang berbeda pula. Oleh karena itu, dalam studi ini dapat dideteksi bahwa hasil studi ini sangat berlawanan dengan hasil studi empiris yang dilakukan peneliti-peneliti terdahulu yang digunakan sebagai referensi.

6.1.4 Pengaruh Faktor Fundamental Perusahaan Akuisitor terhadap Jenis Akuisisi Internal dan Akuisisi Eksternal.

Hasil pengujian hipotesis 4, menerima Ho, artinya bahwa variabel-variabel *free cash flow, financial leverage, sustainable growth, relative firm size dan market to book value* secara parsial tidak berpengaruh terhadap cara perusahaan melakukan akuisisi internal maupun akuisisi

eksternal. Hasil ini memberikan bukti bahwa akuisisi internal atau akuisisi eksternal yang dilakukan oleh perusahaan akuisitor pada periode penelitian tidak mempunyai pola tertentu, atau tidak ada sistematika tertentu yang mengacu pada kondisi faktor fundamental perusahaan akuisitor dalam melakukan akuisisi internal maupun akusisi eksternal tersebut.

Fakta ini menunjukkan bahwa, misalnya perusahaan akuisitor dalam kondisi *financial leverage*-nya sedang tinggi dapat melakukan akuisisi internal, atau pada saat *free cash flow*-nya sedang rendahpun dapat melakukan akuisisi internal, karena memang tidak ada pola tertentu yang signifikan dalam melakukan akuisisi internal maupun akuisisi eksternal. Dari contoh data terlihat bahwa perusahaan akuisitor yang lebih kecil ukurannya, dapat mengakuisisi perusahaan yang lebih besar ukurannya, yaitu PT Kalbe Farma yang mengakuisisi PT Finusol Farma Internasional pada tahun 1996 dengan pembayaran kas dan nilai *relative firm size*-nya sebesar 1,2306. Jenis akuisisinya adalah akuisisi internal, karena PT Finusol Farma Internasional adalah perusahaan target yang masih tergabung dalam group PT Kalbe Farma. Akan tetapi dengan kondisi *financial leverage* yang cukup tinggi yaitu sebesar 2,240 seharusnya PT Kalbe Farma mempunyai kewajiban keuangan terhadap pihak ekstern cukup tinggi, sehingga akan berat sekali untuk mengakuisisi dengan pembayaran kas terhadap perusahaan target yang ukuran besarnya jauh lebih besar dibanding PT Kalbe Farma.

6.1.5 Perbedaan Rata-rata *CAR* antara Perusahaan Akuisitor yang Melakukan Pembayaran Kas dan Saham

Hasil pengujian hipotesis 5 menyatakan bahwa Ho ditolak, artinya ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *CAR* perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan pembayaran kas dan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan saham. Akan tetapi dari angka riilnya ternyata perusahaan akuisitor yang melakukan pembayaran saham rata-rata *CAR* jangka panjangnya secara signifikan lebih besar dibanding dengan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan pembayaran kas, yaitu 0,5399 > 0,0528.

Hasil studi ini berlawanan dengan temuan Loughran dan Vijh (1997) yang mengukur kinerja saham jangka panjang dengan *equally weighted buy and hold abnormal return* 5 tahun, di mana mereka menyatakan bahwa perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan pembayaran kas mendapatkan *cumulative abnormal return* 5 tahun sebesar positif 18,5%, sedangkan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan pembayaran saham mendapatkan *cumulative abnormal return* 5 tahun sebesar *negatif –24,2%.* Di sisi lain Travlos (1987) melakukan *event study* dan memberikan signal positif atau negatif saat pengumuman akuisisi. Dalam temuannya dia menyatakan bahwa akuisisi dengan pembayaran saham membawa sinyal negatif, sedangkan akuisisi dengan pembayaran kas atau dengan *tender offer* memberikan sinyal positif.

Temuan studi ini berbeda dengan temuan Loughran dan Vijh (1997), di mana akuisisi dengan pembayaran saham dalam jangka panjang

ternyata menghasilkan *return* positif lebih besar dibanding dengan akuisisi dengan pembayaran kas yang hasilnya juga positif, sedangkan dari penelitian Loughran dan Vijh akuisisi dengan pembayaran kas dalam jangka panjang hasilnya positif dan dengan pembayaran saham hasilnya negatif. Perbedaan ini menunjukkan bahwa praktek akuisisi di Indonesia sangat berbeda dengan praktek akuisisi di Amerika, di mana akuisisi dengan pembayaran kas tidak memberikan sinyal positif, karena ada kecurigaan bahwa akuisisi internal yang banyak dilakukan antara perusahaan dalam satu group diterjemahkan secara negatif oleh para investor.

Dari temuan ini seolah-olah mendukung pendapat Kwik, (1998 : 40), bahwa ada permainan dalam akuisisi internal yang menggunakan pembayaran kas, karena ternyata perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan pembayaran kas dalam jangka panjang hanya mendapatkan rata-rata *CAR* yang lebih kecil, dibanding dengan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan pembayaran saham. Akan tetapi karena akuisisi yang menggunakan pembayaran kas, bisa dilakukan pada jenis akuisisi internal maupun akuisisi eksternal, maka perlu dideteksi perbedaan antara perusahaan akuisitor yang melakukan akuisi internal dengan pembayaran kas dan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran saham. Untuk itu pada sub-bahasan selanjutnya, akan dibahas perbedaan rata-rata CAR jangka panjang perusahaan akuistor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas dan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran saham. Jika keduanya tidak berbeda maka kecurigaan tersebut masih diragukan.

6.1.6 Perbedaan Rata-rata *CAR* antara Perusahaan Akuisitor yang Melakukan Jenis Akuisisi Internal dan Akuisisi Eksternal

Hasil pengujian hipotesis 6 menyatakan bahwa Ho diterima, artinya tidak ada perbedaan signifikan antara rata-rata *CAR* jangka panjang pasca akuisisi dari perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi eksternal. Angka rata-rata *CAR* riil untuk perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal besarannya hampir sama dibanding rata-rata *CAR* untuk perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi eksternal, yaitu 0,1533 berbanding 0,1566.

Kecurigaan terhadap praktik akuisisi internal yang banyak dilakukan oleh perusahaan publik ternyata tidak didukung oleh data empiris, karena ternyata baik perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal maupun akuisisi eksternal, dalam jangka panjang rata-rata *CAR*-nya secara statistik tidak ada perbedaan. Dengan kata lain tidak semua perusahaan akuisitor publik yang melakukan akuisisi internal cenderung melakukan tindakan akuisisi yang hanya menguntungkan para pemegang saham mayoritas, seperti dinyatakan dalam tulisan Kwik (1998: 498) yaitu bahwa dalam praktik akuisisi internal, dalam contohnya pada tahun 1996 PT Indofood melakukan akuisisi terhadap PT Bogasari, terlihat adanya aspek mengeluarkan uang perusahaan akuisitor untuk para pemegang saham sendiri dengan cara menjual saham perusahaan target, yang juga dimiliki oleh para pemegang saham perusahaan akuisitor tersebut, kepada perusahaan akuisitor yang uangnya dikeluarkan.

6.1.7 Perbedaan Rata-rata *CAR* antara Perusahaan Akusitor Yang Melakukan Akuisisi Internal dengan Pembayaran Kas dan Saham

Hasil pengujian Hipotesis 7 menyatakan bahwa Ho diterima, artinya tidak ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *CAR* perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas dan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran saham. Dari angka rata-rata *CAR* riil ternyata bahwa rata-rata *CAR* jangka panjang pasca akuisisi perusahaan akuistor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas, sedikit lebih tinggi dibanding pembayaran saham, yaitu 0,1652 > 0,1075. Hasil ini seolah-olah menepis anggapan bahwa pemegang saham minoritas dalam kasus akuisisi internal selalu dirugikan, karena ada kepentingan tertentu dibalik akuisisi internal tersebut.

Jika dalam akuisisi internal yang dicurigai bahwa pembayaran kas akan menguntungkan pemegang saham mayoritas, tentunya kinerja jangka panjang perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas akan menunjukkan kinerja yang lebih jelek, dibanding yang membayar dengan saham, karena terjadinya kecurangan tersebut. Dari temuan ini menunjukkan bahwa akuisisi internal yang banyak dilakukan oleh perusahaan akuisitor publik di Indonesia tidak harus selalu dicurigai sebagai praktik yang negatif.

Praktik *good corporate governance* merupakan cara untuk mengatasi masalah keagenan, Darsono (2001), karena masing-masing pihak yaitu prinsipal dan agen yang sebelumnya saling curiga, dengan

adanya praktik yang sehat, efisien dan efektif maka masalah kecurigaan akan berkurang. Oleh karena itu, jika praktik *good corporate governance* dijalankan oleh manajemen perusahaan yang *committed* dengan teori *stakeholder*, maka praktik akuisisi internal akan dipandang sebagai hal yang positif sehingga pemegang saham minoritas tidak perlu khawatir akan terjadi kecurangan yang akan merugikan mereka. Selain itu dengan bukti empiris ini menunjukkan bahwa praktik akuisisi internal harus diteliti kasus per kasus, sehingga dapat menilainya secara lebih *fair*, benar dan akurat.

6.1.8 Perbedaan Rata-rata *CAR* antara Perusahaan-perusahaan Akusitor dan Perusahaan-perusahaan Lain Dalam Industri Sama Yang Tidak Melakukan Akuisisi

Hasil pengujian Hipotesis 8 menyatakan bahwa Ho ditolak, artinya ada perbedaan yang signifikan antara rata-rata *CAR* jangka panjang pasca akuisisi dari perusahaan-perusahaan akuisitor dan perusahaan-perusahaan lain dalam industri sama yang tidak melakukan akuisisi. Dari angka rata-rata *CAR* riil ternyata bahwa rata-rata *CAR* jangka panjang pasca akuisisi perusahaan–perusahaan akuistor secara signifikan lebih rendah dibanding perusahaan-perusahaan lain dalam industri sama yang tidak melakukan akuisisi.

Hasil ini menunjukkan bahwa praktek akuisisi perusahaan akuisitor publik di Indonesia mendukung teori berdasar *agency cost of free cash flow* dan *management entrenchment*, yang menyatakan bahwa merger akan

mengurangi *wealth* dan memprediksi bahwa *combined return* akan negatif. Dalam teori ini dimaksudkan jika terdapat *free cash flow* yang besar maka diperkirakan akan terjadi konflik antara membagi *cash flow* tersebut kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen atau digunakan manajemen untuk investasi sesuai dengan kesempatan yang ada saat itu. Konflik ini selalu dimenangkan oleh manajemen, karena mereka merupakan pemegang saham mayoritas, sehingga selain dapat memantapkan kedudukan mereka di perusahaan yang semakin besar (pertahanan manajemen / *management entrenchment)*, juga ada kecenderungan bahwa manajemen mengadopsi *low hurdle rate,* sehingga proyek yang kurang menguntungkan juga diambil. Akan tetapi akhirnya dapat menyebabkan turunnya nilai perusahaan, atau menurunnya *wealth,* karena ternyata proyek yang dikerjakan tidak menghasilkan keuntungan yang cukup tinggi.

Kondisi ini menunjukkan bahwa kecurigaan akan praktik manajemen yang kurang memperhatikan dengan cermat akan proyek-proyek yang diambil, terbukti karena kinerja perusahaan akuisitor jangka panjang pasca akuisisi secara signifikan berbeda dan lebih rendah dibanding perusahaan non-akuisitor dalam industri yang sama. Termasuk dalam hal ini adalah investasi dalam bentuk akuisisi perusahaan target, yang ternyata menghasilkan rata-rata *CAR* yang lebih rendah dibanding *match firm* perusahaan non akuisitor dalam industri yang sama. Dari bukti empiris ini menunjukkan bahwa pertimbangan layak tidaknya akuisisi internal terhadap perusahaan target tidak menjadi pertimbangan utama.

6.1.9 Ringkasan Hasil Temuan

Dari uraian sebelumnya dapat diketahui bahwa studi ini menghasilkan beberapa temuan sebagai berikut:

1. Tidak mendukung teori yang menyatakan bahwa tingkat kepemilikan saham manajemen yang rendah akan berkorelasi negatif dengan pembiayaan akuisisi dengan saham, Amihud, *et al.* (1990), karena dari hasil uji model 1 bahwa kepemilikan saham manajemen tidak berpengaruh signifikan terhadap metode pembayaran akuisisi. Akan tetapi karena implikasinya bahwa semakin tinggi kepemilikan saham manajemen cenderung membiayai akuisisi dengan kas, maka walaupun tidak signifikan, kondisi ini sama dengan kondisi pemegang saham mayoritas di Indonesia yang enggan melakukan akuisisi dengan pembayaran saham (data menunjukan bahwa 79,2% akuisisi dibayar dengan kas).
2. Berlawanan dengan teori yang menyatakan bahwa semakin tinggi *relative firm size* perusahaan akuisitor cenderung membiayai akuisisi dengan kas. Yook, *et al.*, (1999). Kondisi yang berbeda di Indonesia menunjukkan semakin tinggi *relative firm size* pembiayaan cenderung menggunakan saham di mana dari data terlihat perusahaan akuisitor yang membiayai akuisisinya dengan saham mempunyai prospek pertumbuhan yang cukup baik, yang terlihat dari rasio *market to book value*-nya. Walaupun demikian

dari hasil studi ini juga ada perusahaan akuisitor yang dapat mengakuisisi perusahaan target yang lebih besar dengan pembayaran kas, karena dilakukan dengan akuisisi internal, di mana kedua perusahaan tersebut masih dalam satu group.

3. Berbeda dengan teori yang menyatakan bahwa kinerja harga saham jangka panjang yang mengikuti pembiayaan akuisisi menggunakan kas akan positif, sedangkan yang mengikuti pembiayaan akuisisi menggunakan saham, akan negatif, Shleifer dan Vishny (2003). Perbedaan ini menunjukkan bahwa praktek akuisisi di Indonesia yang berbeda dengan praktek akuisisi di Amerika, di mana akuisisi dengan pembayaran kas tidak memberikan sinyal positif, karena ada kecurigaan bahwa akuisisi internal yang banyak dilakukan antara perusahaan dalam satu group diterjemahkan secara negatif oleh para investor.
4. Mendukung teori yang menyatakan bahwa bagi pemegang saham perusahaan akuisitor, akuisisi meningkatkan sedikit pendapatan sahamnya, sedangkan sebagian lagi menyatakan tidak ada peningkatan sama sekali, bahkan cenderung memberikan pendapatan yang negatif, Loghran dan Vijh (1997). Studi empiris ini menunjukkan bahwa kinerja rata-rata *CAR* jangka panjang perusahaan non-akuisitor dalam industri yang sama, lebih bagus secara signifikan dibanding perusahaan akuisitor.
5. Temuan baru dalam studi ini adalah bahwa praktek akuisisi internal yang banyak dipraktekkan di Indonesia tidak selalu merugikan

pemegang saham minoritas, karena ternyata *cumulative abnormal return* perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal tidak berbeda dengan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi eksternal. Selain itu kecurigaan pembayaran kas dalam akuisisi internal yang cenderung merugikan pemegang saham minoritas, ternyata tidak terbukti, karena *cumulative abnormal return* perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas dan saham tidak berbeda. Akan tetapi pada kasus-kasus tertentu dapat terjadi keuntungan hanya diperoleh para pemegang saham mayoritas saja, Kwik (1999 : 481).

6.2 Implikasi hasil penelitian

6.2.1 Perspektif Teori

Dari perspektif pengembangan teori, penelitian ini dapat dianggap sebagai pengembangan *agency theory* yang berlaku di Indonesia, di mana kondisi perusahaan-perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta sebagian besar masih dikuasai oleh para pendiri perusahaan dan kelompoknya, yang umumnya berasal dari perusahaan keluarga. Ini terlihat dari komposisi kepemilikan manajemen dan kelompoknya yang menguasai sebagian besar saham, yaitu dari perusahaan akuisitor yang diteliti, kepemilikan manajemen dan kelompoknya adalah sebesar maksimum 97,46%, rata-rata 71,28% dan minimum 41,7%, sementara sisanya merupakan kepemilikan saham oleh publik murni yang hanya sebagian kecil.

Dalam *agency theory* menyatakan bahwa dalam pasar yang

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

sempurna semua pemegang saham / prinsipal akan setuju bahwa manajer / agen, harus mengikuti aturan pengambilan keputusan yang sederhana, yaitu ambil proyek-proyek yang ada dengan batasan di mana *marginal rate of return* sama dengan *market determined discount rate*, Copeland (1992:20). Pemegang saham dapat menyetujui aturan keputusan tersebut dan mereka harus memberikannya kepada manajer. Akan tetapi mereka harus dapat memantau keputusan para manajer tanpa mengeluarkan biaya, untuk meyakinkan bahwa para manajer memang membuat keputusan yang akan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Ini mungkin terjadi apabila kepemilikan saham manajemen merupakan kepemilikan mayoritas, karena para manajer juga merupakan pemilik saham mayoritas, dan kondisi tersebut banyak dijumpai pada perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta.

Hasil studi ini menunjukkan bahwa ternyata keputusan manajemen untuk melakukan akuisisi internal dan eksternal maupun metode pembayaran akuisisi tidak dipengaruhi oleh kepemilikan saham manajemen, karena walaupun kepemilikan saham manajemen dibawah 50%, mereka tetap mendominasi keputusan-keputusan penting termasuk keputusan akuisisi. Kondisi ini tidaklah mendukung praktik yang sehat dalam pengambilan keputusan karena kepentingan pemegang saham minoritas yaitu kepemilikan saham oleh publik mungkin diabaikan.

Masalah keagenan timbul jika kepemilikan saham manajemen hanya sebagian kecil saja, Jensen dan Meckling (1976), karena kepemilikan sebagian kecil saham ini menyebabkan manajemen bekerja kurang keras.

Sebaliknya dominasi pemegang saham mayoritas dapat menimbulkan masalah jika kepentingan saham minoritas diabaikan, dan masalah ini dapat dikatakan juga sebagai perkembangan dari masalah keagenan. Oleh karena itu, teori *stakeholder* yang merupakan perluasan teori keagenan, dan yang memandang perusahaan sebagai pusat kontrak dengan pihak-pihak berkepentingan lebih luas dan tidak hanya untuk kepentingan prinsipal dan agen saja, menganjurkan untuk diaplikasikannya *good corporate governance,* Darsono (2001). *Corporate governance* adalah semua upaya untuk mencari cara terbaik dalam mengelola perusahaan. Mempelajari mekanisme *governance* harus menitik beratkan pada identifikasi dan solusi terhadap semua bentuk pelanggaran kontrak.

Teori merger dan akuisisi memunculkan pertanyaan empiris yang paling penting dalam penelitian akuisisi dan merger, yaitu apakah *combined return* bagi perusahaan akuisitor dan perusahaan target positif atau negatif? Teori merger berdasar efisiensi dan sinergi memprediksi bahwa *combined return* dalam merger adalah positif. Sebaliknya teori berdasar *agency cost of free cashflow* dan *managerial entrenchment* mengatakan bahwa merger mengurangi *wealth* dan memprediksi bahwa *combined return* dari merger adalah negatif, Weston (2002: 195).

Studi ini tidak mendukung teori merger berdasar efisiensi dan *synergy*, karena ternyata *combined return* bagi perusahaan akuisitor yang diukur menggunakan rata-rata *CAR* selama 3 tahun pasca akuisisi tidak menunjukkan adanya sinergi yang terlihat dari meningkatnya kinerja saham jangka panjangnya, melainkan menunjukkan kinerja yang lebih

rendah yang signifikan antara perusahaan-perusahaan akuisitor dan perusahaan dalam industri sama yang tidak melakukan akuisisi. Studi ini cenderung mendukung teori berdasar *agency cost of free cashflow* dan *managerial entrenchment* yang mengatakan bahwa merger mengurangi *wealth,* karena memang hasil penelitian ini menunjukkan bahwa rata-rata *CAR* selama 3 tahun pasca akuisisi perusahaan-perusahaan akuisitor secara statistik lebih rendah dari pada angka yang sama dari perusahaan-perusahaan lain pada industri sama yang tidak melakukan akuisisi (0,1328 berbanding 0,9192).

Kesimpulannya bahwa banyak perusahaan-perusahaan publik di Indonesia pada periode 1990-an masih harus terus belajar proses merger yang sejati, yaitu bagaimana cara melakukan merger dan akuisisi yang dapat menghasilkan sinergi dan efisiensi, sehingga kinerjanya benar-benar merupakan kinerja investasi jangka panjang yang berhasil. Akan tetapi tidak semua perusahaan akuisitor yang diteliti dianggap tidak dapat meningkatkan kinerja jangka panjangnya.

Berikut adalah beberapa perusahaan akuisitor yang dianggap mempunyai kinerja jangka panjang positif signifikan yaitu:

- PT Dankos menghasilkan rata-rata *abnormal return* sebesar 0,4686 dengan signifikasi t = 0,027 ;
- PT Igar Jaya menghasilkan rata-rata *abnormal return* sebesar 0.568 dengan signifikansi t = 0,041;
- PT Pakuwon Jati menghasilkan rata-rata *abnormal return* sebesar 1,304 dengan signifikansi t = 0,000 ;

- PT Jakarta International Hotel & Development menghasilkan rata-rata *abnormal return* sebesar 1,9269 dengan signifikansi t = 0,000; dan
- PT Alumindo Light Metal Industry menghasilkan rata-rata *abnormal return* sebesar 1,354 dengan signifikansi t = 0,000

6.2.2 Perspektif Praktik

Temuan empiris hasil studi ini yang menjawab hipotesis 3, menyatakan bahwa ada pengaruh signifikan variabel *relative firm size*, signifikan pada α =5% terhadap probabilitas cara pembayaran akuisisi menggunakan kas dibanding saham, di mana dengan meningkatnya *relative firm size* perusahaan target dibanding perusahaan akuisitor, akan cenderung mempengaruhi penurunan probabilitas pembayaran akuisisi menggunakan kas. Dengan kata lain bahwa jika *relative firm size* semakin besar maka perusahaan akuisitor cenderung melakukan akuisisinya dengan saham, atau semakin kecil *relative firm size* perusahaan target, maka perusahaan akuisitor cenderung melakukan akuisisi dengan pembayaran kas. Di pihak lain ternyata bahwa *CAR* jangka panjang pasca akuisisi antara perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan pembayaran kas secara statistik berbeda dengan angka yang sama dari perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan pembayaran saham. Oleh karena itu, bagi investor yang ingin melakukan investasi pada kelompok perusahaan tertentu, perlu mendeteksi dari sudut *relative firm size*–nya dan cara pembiayaannya. Selain itu juga perlu dideteksi kinerja kelompok

perusahaan tersebut lebih lanjut.

Dalam studi ini perlu dideteksi kinerja rata-rata *CAR* pada bulan ke 36. Untuk mendeteksi perusahaan-perusahaan akuisitor mana yang kinerjanya lebih baik perlu dilakukan uji *one sample test* terhadap masing-masing kelompok.

Berikut adalah hasil uji *CAR* pada bulan 36 dari masing-masing kelompok, yaitu bahwa:

1) Perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan metode pembayaran kas menghasilkan rata-rata *CAR* sebesar 0,4073 dengan sig. t = 0,117.
2) Perusahaan yang melakukan akuisisi dengan pembayaran saham menghasilkan rata-rata *CAR* sebesar 1,053 dengan sig. t = 0,165.
3) Perusahaan yang melakukan akuisisi internal menghasilkan rata-rata *CAR* sebesar 0,6943 dengan sig. t = 0,017.
4) Perusahaan yang melakukan akuisisi eksternal menghasilkan rata-rata *CAR* sebesar 0,1715 dengan sig.t = 0,744.
5) Perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas menghasilkan rata-rata *CAR* sebesar 0,7102 dengan sig. t = 0,034.

Dari semua kelompok tersebut ternyata yang mempunyai kinerja *CAR* jangka panjang positif dan signifikan adalah kelompok perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dan kelompok perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas. Ini menunjukkan bahwa kecurigaan terhadap praktik akuisisi internal, yaitu di

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

mana ada kecenderungan hanya menguntungkan pemegang saham mayoritas saja dan mengabaikan pemegang saham minoritas, tidak didukung oleh data empiris, karena ternyata perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal mempunyai kinerja jangka panjang positif dan signifikan.

Berkaitan dengan kemungkinan pemegang saham minoritas yang dirugikan, dalam kasus akuisisi internal sebetulnya pihak akuisitor tidak melakukan pelanggaran terhadap peraturan yang ada, akan tetapi ada kemungkinan pihak akuisitor yang dapat mencari celah kelemahan dari peraturan yang ada. Sebagai contoh, dalam peraturan Nomor IX F. 2 dari Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal nomor 85 / PM / 1996 tentang *tender offer*, pihak pembeli saham / akuisitor sebelum akuisisi diharuskan menjelaskan hubungannya dengan perusahaan target, menjelaskan tujuannya terhadap perusahaan target setelah melakukan akuisisi, dan menjelaskan jumlah saham perusahaan target yang telah dimiliki dan yang akan dimiliki setelah akuisisi.

Kondisi ini menunjukkan bahwa akuisi internal memang secara hukum adalah legal karena dilakukan dengan terbuka dan tidak melanggar peraturan Bapepam. Akan tetapi dampak terhadap pemegang saham minoritas akibat praktik akuisisi internal pada kasus tertentu mungkin merugikan pemegang saham minoritas. Oleh karena itu untuk mengurangi dampak yang mungkin merugikan pemegang saham minoritas, maka pada tahun 2000 diterbitkan Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal

Nomor Kep-32 / PM / 2000 tentang Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu, yang dalam peraturan nomor IX E.1 poin 2, menyatakan bahwa:

> "Jika suatu transaksi di mana seorang direktur, komisaris atau pemegang saham utama atau pihak terafiliasi dari direktur, komisaris atau pemegang saham utama mempunyai benturan kepentingan, maka transaksi dimaksud terlebih dahulu harus disetujui oleh para pemegang saham independen atau wakil mereka yang diberi wewenang untuk itu dalam Rapat Umum Pemegang Saham sebagaimana diatur dalam peraturan ini. Persetujuan mengenai hal tersebut harus ditegaskan dalam bentuk akta notariil," Bapepam (2000).

Keputusan Ketua Bapepam ini memang disusun dengan pertimbangan bahwa peraturan perlu dibuat dalam rangka meningkatkan perlindungan kepada pemegang saham, khususnya pemegang saham independen, terhadap adanya benturan kepentingan transaksi tertentu, yang diselaraskan dengan peraturan tentang pengambil alihan perusahaan yang sudah ada. Yang dimaksud dengan pemegang saham independen dalam peraturan ini adalah pemegang saham yang tidak mempunyai benturan kepentingan dengan transaksi tertentu, yang dapat diartikan sebagai pemegang saham minoritas.

6.3 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini mempunai keterbatasan-keterbatasan sebagai berikut:

1. Kepemilikan saham manajemen yang cenderung mayoritas menyebabkan dominasi pemegang saham mayoritas dalam pengelolaan perusahaan, sehingga kepemilikan saham manajemen yang lebih kecil dari 50%-pun masih cenderung mendominasi pengelolaan perusahaan. Ini sebenarnya dapat dideteksi lebih detail dari data primer yang sangat

sulit didapatkan, karena ketertutupan manajemen terhadap publikasi masalah internal perusahaan yang dianggap sebagai rahasia perusahaan, sehingga hasil studi ini kurang optimal.

2. Sebagai perluasan teori agensi maka *stakeholder theory* memang disarankan dapat memberikan solusi untuk memberikan jaminan perhatian perusahaan kepada para pihak-pihak berkepentingan terhadap perusahaan, akan tetapi dalam studi ini hanya disinggung sebagai solusi yang belum dapat dibuktikan, mengingat pada periode penelitian tersebut teori stakeholder ini masih belum dikembangkan.
3. Terlalu sedikitnya artikel tentang perusahaan akuistor yang melakukan akuisisi internal dan akuisisi eksternal menyebabkan referensi kurang lengkap, sehingga hasil penelitian tentang akuisisi internal dan akuisisi eksternal kurang optimal, dan oleh karena itu perlu dilakukan penelitian lebih lanjut yang lebih ekstensif.

BAB 7

PENUTUP

7.1. KESIMPULAN

Berdasarkan studi empirik dan pembuktian kuantitatif, maka dari penelitian ini dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Kepemilikan saham manajemen berpengaruh non-signifikan terhadap cara perusahaan akuisitor melakukan pembayaran akuisisi. Ini menunjukkan bahwa walaupun kepemilikan saham manajemen dan kelompoknya di bawah 50%, namun dominasi terhadap keputusan pembayaran akuisisi tetap dikuasai manajemen. Dari data empiris 79,2% pembayaran akuisisi menggunakan kas, karena ada kecenderungan bahwa manajemen ingin mempertahankan *vote*-nya, PDBI (1997: 59).
2. Kepemilikan saham manajemen berpengaruh non-signifikan terhadap pemilihan jenis akuisisi internal atau akuisisi eksternal yang dilakukan perusahaan akuisitor. Ini menunjukkan bahwa walaupun kepemilikan saham manajemen dan kelompoknya di bawah 50%, namun dominasi pemilihan jenis akuisisi oleh manajemen memberikan kesempatan manajemen untuk berperilaku opportunis demi kepentingan kelompok-nya, Darsono (2001), sehingga akuisisi internal atau eksternal yang dilakukan adalah sesuai dengan kondisi perusahaan yang sangat dipahami oleh manajemen.
3. Variabel *relative firm size* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap cara pembayaran akuisisi oleh perusahaan akuisitor dengan kas atau

dengan saham, di mana dengan semakin meningkatnya *relative firm size*, probabilitas perusahaan akuisitor untuk membayar dengan kas jauh lebih kecil dibanding probabilitas membiayai akuisisinya, dengan menggunakan saham.

4. Variabel-variabel fundamental *free cash flow, financial leverage, sustainable growth, relative firm size,* dan *market to book value* secara parsial tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap jenis akuisisi internal atau eksternal yang dilakukan perusahaan akuisitor. Ini memberikan bukti bahwa akuisisi internal atau akuisisi eksternal yang dilakukan oleh perusahaan akuisitor pada periode penelitian tidak mempunyai pola tertentu.
5. Rata-rata *CAR* perusahaan akuisitor yang melakukan pembayaran akuisisi dengan kas berbeda signifikan dengan rata-rata *CAR* perusahaan akuisitor lainnya yang melakukan pembayaran dengan saham. Akan tetapi rata-rata *CAR* perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan pembayaran saham lebih tinggi dibanding rata-rata *CAR* perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan pembayaran kas.
6. Rata-rata *CAR* perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi internal berbeda non-signifikan dengan rata-rata *CAR* perusahaan akuisitor lainnya yang melakukan akuisisi eksternal. Ini menunjukkan bahwa kecurigaan terhadap akuisisi internal yang dianggap merugikan pemegang saham minoritas tidak didukung oleh data empiris.
7. Rata-rata *CAR* perusahaan akuisitor yang melakukan akusisi internal dengan pembayaran kas berbeda non-signifikan dengan rata-rata *CAR*

perusahaan akuisitor lainnya yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran saham. Ini merupakan penegasan dari temuan bahwa anggapan akuisisi internal yang merugikan pemegang saham minoritas tidak didukung oleh data empiris.

8. Rata-rata *CAR* perusahaan-perusahaan akuisitor berbeda signifikan dengan rata-rata *CAR* perusahaan lain dalam industri sama yang tidak melakukan akuisisi. Ternyata rata-rata *CAR* perusahaan lain dalam industri sama yang tidak melakukan akuisisi lebih tinggi dibanding rata-rata *CAR* perusahaan-perusahaan akuisitor.
9. Berdasarkan pembuktian delapan hipotesis di atas dapat diambil kesimpulan secara terintegratif bahwa:
   a) Hasil studi ini menunjukkan bahwa praktek akuisisi di Indonesia pada periode 1995-2000, jauh berbeda dengan praktek akuisisi di USA, di mana referensi penelitian ini didasarkan pada teori-teori dan penelitian yang dilakukan di USA.
   b) Perbedaan utama yang terlihat adalah pada kepemilikan saham yang masih didominasi oleh *founder* perusahaan yang sangat berpengaruh terhadap manajemen perusahaan, sedangkan kepemilikan saham dalam referensi empiris di USA lebih menyebar.
   c) Perbedaan kondisi kepemilikan saham manajemen tersebut memberikan hasil empiris yang berbeda di mana seharusnya terjadi kecenderungan–kecenderungan tertentu yang menyertai metode pembayaran akuisisi seperti pada penelitian di USA, akan tetapi kecenderungan tersebut menjadi terbalik atau berbeda dengan

praktek akuisisi di Indonesia, misalnya:

- Hasil studi yang berbeda terlihat dari kepemilikan saham manajemen yang tidak berpengaruh signifikan terhadap pembayaran akuisisi, sedangkan dari referensi pengaruhnya signifikan.
- Hasil studi yang berbeda juga terlihat dari menurunnya probabilitas pembiayaan akuisisi dengan kas dengan meningkatnya *relative firm size,* sedangkan Yook *et al.,* (1999) menyatakan sebaliknya.
- Hasil studi yang berlawanan terlihat dari adanya perbedaan signifikan antara rata-rata *cumulative abnormal return* jangka panjang pasca akuisisi antara perusahaan akuisitor yang menggunakan metode pembayaran kas dan saham. Akan tetapi kinerja yang lebih baik adalah perusahaan akuisitor yang melakukan pembayaran saham, sedangkan penelitian Loughran dan Vijh, (1997), Shleifer dan Vishny (2003) menyatakan sebaliknya.

d) Hasil studi yang selaras dengan referensi penelitian terdahulu adalah bahwa kinerja saham perusahaan akuisitor jangka panjang pasca akuisisi umumnya signifikan lebih rendah dibanding *match firm* / perusahaan lain dalam industri sama yang tidak melakukan akuisisi. Kondisi ini menunjukkan bahwa hasil sinergi yang seharusnya dapat diharapkan dari aktivitas akuisisi, masih menjadi target yang harus dapat dicapai oleh perusahaan-perusahaan yang melakukan aktivitas

merger dan akuisisi.

e) Untuk mengurangi keraguan atas praktik akuisisi internal, yang cenderung menguntungkan pemegang saham mayoritas, Kwik (1998: 481), maka teori *stakeholder* menganjurkan perlunya dilakukan aplikasi *good corporate governance.* Ini selaras dengan perkembangan teori *agency* yang mengarah pada teori *stakeholder,* di mana dalam teori ini ada anggapan bahwa perusahaan adalah pusat kontrak-kontrak dari banyak pihak yang berkepentingan dan perhatian tidak hanya diarahkan kepada prinsipal dan agen saja, akan tetapi semua pihak yang mempunyai klaim terhadap perusahaan harus diperhatikan kepentingannya.

f) Untuk melindungi pemegang saham minoritas terhadap transaksi yang mungkin merugikan mereka, pemerintah melalui Bapepam telah melakukan upaya perlindungan terhadap pemegang saham minoritas. Melalui Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor Kep-32 / PM / 2000 tentang Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu, pemegang saham minoritas akan terlindungi dari adanya transaksi yang berkaitan dengan akuisisi.

g) Walaupun perlindungan kepada pemegang saham minoritas sudah dilakukan melalui Keputusan Ketua Bapepam tersebut, akan tetapi dalam pelaksanaannya harus dilakukan kontrol yang lebih ketat terhadap praktik akuisisi internal, terutama dalam hal menilai kemungkinan kerugian yang akan diderita pemegang saham minoritas dan keuntungan yang diterima pemegang saham mayoritas.

7.2. SARAN

Studi dalam bidang merger dan akuisisi masih terbuka lebar di masa mendatang. Hal tersebut disebabkan karena kecenderungan perusahaan yang dinamis selalu ingin meningkatkan usahanya dengan cara ekspansi, di mana ekspansi yang cepat adalah melalui akuisisi dan merger. Penelitian empirik ini hanyalah sebagian kecil dari topik akuisisi dan merger yang luas cakupannya. Karena keterbatasan yang ada pada studi ini maka beberapa saran berikut ini disampaikan untuk kemajuan teori maupun praktik yang berkaitan dengan akuisisi dan merger.

Untuk pengembangan teori dan penelitian akuisisi dan merger berikutnya, maka disarankan hal-hal sebagai berikut:

1. Komposisi kepemilikan saham publik masih rendah, sehingga perlu dilakukan penelitian sejauh mana aplikasi *good corporate governance* telah dilaksanakan pada perusahaan-perusahaan publik di Indonesia. Ini penting untuk melindungi kepentingan para pemegang saham publik yang masih minoritas.
2. Mengembangkan model penelitian yang kontemporer, misalnya akuisisi internal dan akuisisi eksternal yang banyak dilakukan dalam praktik akuisisi di Indonesia dalam kaitannya dengan *stakeholder theory*, yaitu untuk mengetahui bagaimana para *stakeholder* memandang praktek akuisisi internal tersebut dari sisi kepentingan mereka.

3. Penelitian kinerja tingkat pengembalian saham perusahaan akuisitor dalam jangka waktu 3 tahun mungkin masih terlalu pendek, karena ada kemungkinan dalam masa tersebut perusahaan masih disibukkan dengan masalah adaptasi lingkungan dan budaya organisasi.
4. Jika akuisisi sebagai strategi kurang berhasil, maka perkembangan terakhir menunjukkan bahwa perusahaan dapat mengembangkan usahanya melalui pencarian kesempatan pengembangan ekstern dalam bentuk strategi kerjasama operasi. Untuk itu perlu dilakukan studi tentang berbagai bentuk kerjasama operasi yang sudah berkembang di berbagai negara.

Untuk pengembangan praktik akuisisi dan merger pada perusahaan akuisitor, maka disarankan hal-hal sebagai berikut:

1. Untuk mengurangi *image* bahwa perusahaan akuisitor umumnya mempunyai kinerja jangka panjang di bawah rata-rata industri, maka perlu merencanakan akuisisi dengan sangat matang dan berdasarkan kelayakan proyek yang benar-benar dapat direalisasi kan, atau dengan kata lain perlu dikembangkan aplikasi teori merger berdasar efisiensi dan sinergi.
2. Manajemen perusahaan akuisitor hendaknya melakukan pemantauan terhadap kinerja harga sahamnya, supaya terpacu untuk selalu meningkatkan kinerja operasinya, sebab jika kinerja operasi selalu meningkat seharusnya akan diimbangi dengan kinerja harga sahamnya.

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

3. Para investor di bursa efek diharapkan lebih berhati-hati dalam manganalisa perusahaan yang pernah melakukan akuisisi, di mana tinjauan analisisnya perlu diarahkan pada cara pembayaran akuisisi, mengingat dalam kasus-kasus tertentu memang terjadi kondisi yang merugikan pemegang saham minoritas. Selain itu kinerja perusahaan akuisitor itu sendiri secara periodik perlu dibandingkan dengan perusahaan lain yang tidak melakukan akuisisi pada industri sejenis.

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

DAFTAR PUSTAKA

Agrawal, Anup, Jeffrey F. Jaffe, and Gershon N. Mandelker, 1992, The Post-merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly, *Journal of Finance* 47, 1605-1622.

Amihud, Yakov, Baruch Lev, dan Nickolaos G. Travos, 1990. Corporate Control and The Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions, *Journal of Finance*, Vol. XLV, No.2, pp: 603-615.

Bapepam, 1996. *Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal,* Nomor Kep-85/PM/1996, Jakarta: 24 Januari 1996.

Bapepam, 2000. *Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal,* Nomor Kep-32/PM/2000, Jakarta: 22 Agustus 2000.

Bodie, Zvi, Alex Kane, dan Alan J. Marcus., 2005. *Investment*. 6th edition. Singapore: McGraw Hill International Edition.

Bradley, Michael, Anand Desai, and E. Han Kim, 1988. Synergistic Gains from Corporate Acquisition and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics* 21, pp. 3-40.

Brigham, Eugene F., and Louis Gapenski, 1993. *Intermediate Financial Management,* 4th edition. New York: Harcourt Brace & Company International Edition, the Dryden Press.

Copeland, Thomas E., J. Fred Weston, 1992. *Financial Theory and Corporate Policy,* 3rd edition. New York: Addison-Wesley Publishing Company.

Damodaran, Aswath, 1997. *Corporate Finance, Theory and Practic,* 1st edition. Canada: John Wiley and Sons Incorporated.

Darsono, 2001. Corporate Governance: State of The Art, *Jurnal Bisnis Strategi,* Vol. 7 Juli / Tahun V p. 49-58.

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

David, Bond, 2002., Boeing's Internal Merger Fuses Defense, Space Business, *Aviation Week & Space Technology, 15th* July, Vol. 157, p. 23-24

Fama, E., 1980., " Agency Problem and The Theory of the Firm," *Journal of Political Economy,* April 1980, pp. 288-307.

----------, and Kenneth R. French, 1992., The Cross Section of Expected Stock Return, "*Journal of Finance 47,* pp. 427-465

Ghozali, H. Imam, 2005., *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Progran SPSS,* edisi 2, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Ghosh, Aloke, and William Ruland, 1998. Managerial Ownership, the Method of Payment for Acquisitions, and Executive Job Retention, *The Journal of Finance,* Vol. LIII, No. 2, April 1998

Gibson, Charles H., 2004. *Financial Reporting and Analysis,* 9th edition. Ohio: International Student Edition, South Western.

Gujarati, Damodar, 1992. *Essentials of Econometrics.* Singapore: McGraw Hill Book Co,.

Halpern, Paul, 1983. Corporate Acquisitions: A Theory of Special Case? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions, *Journal of Finance,* Vol. XXXVIII, pp: 297-315.

Heron, Randall, and Erik Lie, 2002. Operating Performance and Method of Payment in Takeovers, *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 37, No. 1, March 2002.

Higgins, R.C. 1989. *Analysis for Financial Management,* 2nd edition, Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, Inc.

Institute for Economic and Financial Research, 1995-2004. *Indonesian Capital Market Directory,* Jakarta : IEFR.

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

Jensen, Michael C. and W.H. Meckling, 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, pp. 323-329.

---------, 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American EconomicReview*, 329-349

Jones, Charles P., 1998. *Investment, Analysis and Management*, 6th edition. New York: John Wiley and Sons.

Jogiyanto, H.M., 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi 3, Yogyakarta: BPFE

Klein, Daniel P. and Brian Belt, 1992. Sustainable Growth and Choice of Financing: A Test of The Pecking Order Theory, *Review of Financial Economics Journal*, pp. 141-154.

Kwik Kian Gie, 1998., *Gonjang Ganjing Ekonomi Indonesia, Badai Belum Akan Segera Berlalu*, (Kumpulan tulisan Kwik Kian Gie di koran Kompas), Jakarta: Penerbit PT Gramedia Pustaka Utama.

Loughran, Tim dan Anand M. Vijh, 1997. Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions? , *Journal of Finance* Vol. LII, December, pp: 1765-1790.

Martin, Kenneth J., 1996. The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and management ownership, *The Journal of Finance*, Vol. LI, No. 4, September pp. 1227-1246.

Mitchell, Mark L., and Erick Stafford, 2000. Managerial Decisions and Long-term Stock Price Performance, *Journal of Business*, 73, July 2000, pp. 287-329.

Mulherin, J. Harold and Audra L. Boone, 2000. Comparing Acquisition and Divestiture, *Journal of Corporate Finance* 6, pp. 117-139.

Pusat Data Bisnis Indonesia / PDBI, *The Element of Indonesian Capital Market*, edisi 1997, Jakarta, Indonesia.

Rau, Raghavendra, and Theo Vermaelen, 1998, Glamour, Value, and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics* 23, pp. 101-119.

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, 2003. Stock Market Driven Acquisitions, *Journal of Financial Economics 70,* 295-311

Smith, C. W. Jr., 1986. Investment Banking and The Capital Acquisition Process, *Journal of Financial Economics* 15, 3-29.

Sudarsanam, P.S. 1995. *The Essence of Mergers and Acquisition,* edisi terjemahan Bahasa Indonesia, oleh : Ir. Rahmad Herutomo, Yogyakarta: Penerbit ANDI bekerja sama dengan Simon & Schuster, (Asia) Pte. Ltd.

Sushka, Marie E., and Yvette Bendeck, 1987. Bank Acquisitions and Stockholder's Wealth, *The Journal of Banking and Finance,* 1988, 551-562., North Holland.

Stulz, R.M., 1988. Managerial Control of Voting Rights, *Journal of Financial Economics 20,* pp. 25-54

Travlos, Nickolaos G., 1997, Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firm'Stock, *Journal of Finance* Vol XLII, pp: 943-963.

Walter J Mayer., and M. Mark Walker, 1996., An Empircal Analysis of the Choice of Payment Method in Corporate Acquisitions During 1980 to 1990, *Quarterly Journal of Business and Economics,* 35, pp. 48 - 65.

Weston, Kwang S. Chung, dan Susan E. Hoag, 1990. *Merger, Restructuring, and Corporate Control.* New York: Prentice Hall, Inc.

----------, Mark L. Mitchell, J. Harold Mulherin, 2004, *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance,* 4th edition, New Jersey: Pearson Education, Inc., Upper Saddle River.

Yook, Ken C.,Partha Gangopadhyay and George McCabe, 1999. Information Assymmetry, Management Control, and Method of Payment in Acquisitions, *The Journal of Financial Research,* Vol. XXII, No. 4 Vol. XXII, No. 4, Pages 413-427.

Zigmund, William G., 1997. *Business Research Method,* 5th edition, The Dryden Press, Sea Harbor Drive, Orlando.

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

LAMPIRAN - 1

DATA UNTUK MODEL 1

1.1 Kode, Nama Perusahaan Akuisitor dan Tahun Akuisisi
1.2 Kepemilikan Saham Manajemen, Pembayaran Akuisisi dan Pemilihan Jenis Akuisisi

1. 1 KODE, NAMA PERUSAHAAN AKUISITOR, DAN TAHUN AKUISISI

No	Kode	Nama Perusahaan	Tahun Akuisisi
1	APAC	Apac Citra Centertex Tbk PT	1995
2	BRPT	Barito Pacific Timber Tbk PT	1995
3	BAYU	Bayu Buana Tbk PT	1995
4	IMAS	Indomobil Sukses International Tbk PT	1995
5	SMAR	Smart Tbk PT	1995
6	INTP	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk PT	1995
7	MLPL	Multipolar Corporation PT	1995
8	AMFG	Asahimas Flat Glass Company Ltd. Tbk PT	1996
9	BUDI	Budi Acid Jaya Tbk PT	1996
10	DVLA	Darya Varia Laboratoria Tbk PT	1996
11	EPMT	Enseval Putra Megatrading Tbk PT	1996
12	TLKM	Telekomunikasi Indonesia PT	1996
13	DUTI	Duta Pertiwi PT	1996
14	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk PT	1996
15	KLBF	Kalbe Farma Tbk PT	1996
16	ASII	Astra International Tbk PT	1997
17	ELTY	Bakrieland Development Tbk PT	1997
18	BLTA	Berlian Laju Tankers Tbk PT	1997
19	CEKA	Cahaya Kalbar Tbk PT	1997
20	CTRA	Ciputra Development Tbk PT	1997
21	DNKS	Dankos Laboratories PT	1997
22	HNSE	Hanson Industri Utama Tbk PT	1997
23	SHID	Hotel Sahid Jaya International PT	1997
24	IGAR	Igar Jaya PT	1997
25	INPP	Indonesia Prima Property Tbk PT	1997
26	MLND	Mulialand PT	1997
27	PWON	Pakuwon Jati Tbk PT	1997
28	PICO	Pelangi Indah Canindo Tbk PT	1997
29	PSDN	Prasidha Aneka Niaga Tbk PT	1997
30	SULI	Sumalindo Lestari Jaya Tbk PT	1997
31	SUDI	Surya Dumai Industri Tbk PT	1997
32	TSPC	Tempo Scan Pacific PT	1997
33	TPEN	Texmaco Perkasa Engineering Tbk PT	1997
34	TIRA	Tira Austenite PT	1997
35	UNIC	Unggul Indah Cahaya PT	1997
36	JIHD	Jakarta International Hotel & Development Tbk PT	1997
37	ALMI	Alumindo Light Metal Industry Tbk PT	1998
38	AKRA	Aneka Kimia Raya Tbk PT	1998
39	AALI	Astra Agro Lestari Tbk PT	1998
40	ASGR	Astra Graphia Tbk PT	1998
41	BIPP	Bhuwanatala Indah Permai Tbk PT	1998
42	DGSA	Daya Guna Samudera Tbk PT	1998
43	UGAR	Wahana Jaya Perkasa Tbk PT	1998
44	PNSE	Pudjiadi & Sons Estates Limited PT	1999
45	BRSC	Bumi Resources Tbk PT	2000
46	DSFI	Dharma Samudera Fishing Ind. PT	2000
47	RIMO	Rimo Catur Lestari PT	2000
48	TIRT	Tirta Mahakam Plywood Industry PT	2000

Sumber : Pusat Data Bisnis Indonesia, 2005

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

1.2 KEPEMILIKAN SAHAM MANAJEMEN, METODE PEMBAYARAN AKUISISI DAN PEMILIHAN JENIS AKUISISI

No	PERUSAHAAN AKUISITOR	Kepemilikan Saham Manajemen	Metode Pembayaran Akuisisi	Pemilihan Jenis Akuisisi
1	Apac Citra Centertex Tbk PT	0	1	1
2	Barito Pacific Timber Tbk PT	1	1	1
3	Bayu Buana Tbk PT	0	1	1
4	Indomobil Sukses International Tbk PT	1	1	1
5	Smart Tbk PT	1	1	0
6	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk PT	1	1	1
7	Multipolar Corporation PT	0	1	1
8	Asahimas Flat Glass Company Ltd. Tbk PT	1	1	1
9	Budi Acid Jaya Tbk PT	1	1	1
10	Darya Varia Laboratoria Tbk PT	1	1	1
11	Enseval Putra Megatrading Tbk PT	1	1	1
12	Telekomunikasi Indonesia PT	1	1	0
13	Duta Pertiwi PT	1	1	0
14	Indofood Sukses Makmur Tbk PT	1	1	1
15	Kalbe Farma Tbk PT	1	1	1
16	Astra International Tbk PT	0	1	1
17	Bakrieland Development Tbk PT	1	0	1
18	Berlian Laju Tankers Tbk PT	1	0	0
19	Cahaya Kalbar Tbk PT	1	1	0
20	Ciputra Development Tbk PT	1	0	1
21	Dankos Laboratories PT	1	1	1
22	Hanson Industri Utama Tbk PT	1	0	0
23	Hotel Sahid Jaya International PT	1	0	1
24	Igar Jaya PT	1	0	1
25	Indonesia Prima Property Tbk PT	1	1	0
26	Mulialand PT	1	1	1
27	Pakuwon Jati Tbk PT	0	1	1
28	Pelangi Indah Canindo Tbk PT	1	1	0
29	Prasidha Aneka Niaga Tbk PT	1	1	1
30	Sumalindo Lestari Jaya Tbk PT	1	0	1
31	Surya Dumai Industri Tbk PT	1	1	0
32	Tempo Scan Pacific PT	1	1	1
33	Texmaco Perkasa Engineering Tbk PT	1	0	1
34	Tira Austenite PT	1	1	0
35	Unggul Indah Cahaya PT	1	1	1
36	Jakarta International Hotel & Development Tbk PT	0	1	1
37	Alumindo Light Metal Industry Tbk PT	1	1	1
38	Aneka Kimia Raya Tbk PT	1	1	0
39	Astra Agro Lestari Tbk PT	1	1	0
40	Astra Graphia Tbk PT	1	1	1
41	Bhuwanatala Indah Permai Tbk PT	0	0	0
42	Daya Guna Samudera Tbk PT	1	1	1
43	Wahana Jaya Perkasa Tbk PT	1	1	1
44	Pudjiadi & Sons Estates Limited PT	1	1	1
45	Bumi Resources Tbk PT	1	0	1
46	Dharma Samudera Fishing Ind. PT	1	1	0
47	Rimo Catur Lestari PT	1	1	1
48	Tirta Mahakam Plywood Industry PT	1	1	1

Catatan :

Kepemilikan Saham Manajemen	mayoritas = 1, minoritas = 0
Metode Pembayaran Akuisisi	kas = 1, Saham = 0
Pemilihan Jenis Akuisisi	Internal = 1, Eksterna = 0

Sumber : Pusat Data Bisnis Indonesia - 2005

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

LAMPIRAN - 2

DATA UNTUK MODEL 2

2. *LN_FCF, LEV, SUSG, FIRM_SIZE* DAN *MBV* PERUSAHAAN AKUISITOR

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

2. LN_FCF, LEV, SUSG, FIRM_SIZE DAN *MBV* PERUSAHAAN AKUISITOR

No	PERUSAHAAN AKUISITOR	*Ln Free Cash Flow*	*LEV*	*SUSG*	*Firm Size*	*MBV*
1	Apac Citra Centertex Tbk PT	15,0592	1,740	-0,3131	0,1982	0,6400
2	Barito Pacific Timber Tbk PT	15,0755	0,500	0,0401	0,2313	2,5300
3	Bayu Buana Tbk PT	15,0437	1,980	0,0752	0,1651	1,3800
4	Indomobil Sukses International Tbk PT	15,0446	1,250	0,0867	0,0058	0,8900
5	Smart Tbk PT	15,0269	1,110	0,0978	0,0153	1,6800
6	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk PT	14,9872	1,440	0,0978	0,0009	3,3500
7	Multipolar Corporation PT	15,0510	0,570	0,0639	1,1765	0,3500
8	Asahimas Flat Glass Company Ltd. Tbk PT	15,0347	0,640	0,1512	0,0057	0,5500
9	Budi Acid Jaya Tbk PT	15,0213	0,670	0,1338	0,0935	3,3000
10	Darya Varia Laboratoria Tbk PT	15,0436	1,000	0,0990	0,2118	5,0200
11	Enseval Putra Megatrading Tbk PT	15,0588	1,520	0,0794	0,0036	0,8200
12	Telekomunikasi Indonesia PT	7,2313	1,150	0,0924	0,0013	3,7900
13	Duta Pertiwi PT	15,0579	2,120	0,0844	0,0041	1,2800
14	Indofood Sukses Makmur Tbk PT	14,6611	1,690	0,1334	0,0711	4,3100
15	Kalbe Farma Tbk PT	15,0320	2,240	0,0410	1,2306	8,8100
16	Astra International Tbk PT	15,6998	4,970	0,0634	0,0074	1,5800
17	Bakrieland Development Tbk PT	15,0647	0,340	-0,0263	0,3824	1,2000
18	Berlian Laju Tankers Tbk PT	15,0639	1,640	0,1019	2,2861	1,9800
19	Cahaya Kalbar Tbk PT	15,0469	0,080	0,1626	0,5453	2,6300
20	Ciputra Development Tbk PT	14,8981	1,340	0,1082	0,1533	1,5100
21	Dankos Laboratories PT	15,0490	0,880	0,2014	0,2390	2,2100
22	Hanson Industri Utama Tbk PT	15,0623	2,880	0,0177	4,1989	1,5100
23	Hotel Sahid Jaya International PT	15,0460	0,900	0,0692	0,1416	0,6900
24	Igar Jaya PT	15,0557	0,960	0,4200	0,1061	0,5300
25	Indonesia Prima Property Tbk PT	15,0460	2,090	0,1105	0,1608	0,6500
26	Mulialand PT	14,9113	1,480	0,1639	0,0704	1,6400
27	Pakuwon Jati Tbk PT	14,9273	2,490	0,0866	0,0923	0,9000
28	Pelangi Indah Canindo Tbk PT	15,0529	1,600	0,1304	0,0575	1,0900
29	Prasidha Aneka Niaga Tbk PT	15,0625	0,730	0,1215	0,0063	1,5200
30	Sumalindo Lestari Jaya Tbk PT	15,0414	0,630	0,0112	0,4329	0,4800
31	Surya Dumai Industri Tbk PT	14,9755	1,370	0,1256	0,0626	3,1900
32	Tempo Scan Pacific PT	15,0854	0,840	0,1373	0,3466	2,1900
33	Texmaco Perkasa Engineering Tbk PT	15,0831	2,150	0,2281	0,8281	1,9000
34	Tira Austenite PT	15,0578	2,440	0,1577	0,3644	0,7900
35	Unggul Indah Cahaya PT	15,0621	1,900	0,1526	0,1910	1,2900
36	Jakarta International Hotel & Development Tbk PT	15,0988	0,450	0,0143	0,0133	0,9800
37	Alumindo Light Metal Industry Tbk PT	15,0469	2,170	-0,1808	0,1670	0,5200
38	Aneka Kimia Raya Tbk PT	15,2269	5,260	-1,9538	0,1691	-0,2100
39	Astra Agro Lestari Tbk PT	14,9742	1,220	0,1051	0,0195	5,0200
40	Astra Graphia Tbk PT	15,0202	9,340	-0,7069	0,0096	0,8800
41	Bhuwanatala Indah Permai Tbk PT	15,0266	3,960	-0,0518	0,5412	0,3900
42	Daya Guna Samudera Tbk PT	14,6591	1,910	0,4104	0,0269	1,1300
43	Wahana Jaya Perkasa Tbk PT	15,0582	2,440	-0,3116	0,3223	2,9100
44	Pudjiadi & Sons Estates Limited PT	15,0271	5,520	0,4850	0,3625	0,2500
45	Bumi Resources Tbk PT	15,0575	0,230	0,0480	1,0188	0,7700
46	Dharma Samudera Fishing Ind. PT	15,0532	0,700	0,0740	0,1515	1,6700
47	Rimo Catur Lestari PT	15,0483	1,150	0,1512	0,0222	0,4800
48	Tirta Mahakam Plywood Industry PT	15,0422	0,670	0,0552	0,0618	1,6500

Sumber: ICMD 1995-2004

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

LAMPIRAN - 3

DATA UNTUK MODEL 3

3.1 RETURN SAHAM PERUSAHAAN AKUISITOR SELAMA 36 BULAN
3.2 MARKET RETURN PADA TAHUN DAN BULAN SETELAH AKUISISI 36 BULAN
3.3 ABNORMAL RETURN PERUSAHAAN AKUISITOR 36 BULAN
3.4 CUMULATIVE ABNORMAL RETURN PERUSAHAAN AKUISITOR 36 BULAN
3.5 CUMULATIVE ABNORMAL RETURN PERUSAHAAN NON-AKUISITOR 36 BULAN
3.6 RATA-RATA CAR PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MELAKUKAN PEMBAYARAN KAS DAN SAHAM
3.7 RATA-RATA CAR PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MELAKUKAN AKUISISI INTERNAL DAN AKUISISI EKSTERNAL
3.8 RATA-RATA CAR PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MELAKUKAN AKUISISI INTERNAL DENGAN PEMBAYARAN KAS DAN SAHAM
3.9 RATA-RATA CAR PERUSAHAAN AKUISITOR DAN PERUSAHAAN YANG TIDAK MELAKUKAN AKUSISI PADA INDUSTRI YANG SAMA
3.10 UKURAN PENJUALAN PERUSAHAAN AKUISITOR DAN PERUSAHAAN NON-AKUISITOR

3.1 RETURN SAHAM PERUSAHAAN AKUISITOR SELAMA 36 BULAN - 1

No	APAC	BRPT	BAYU	IMAS	SMAR	INTP	MLPL	AMFG
1	0,1579	-0,1563	-0,0225	-0,4000	-0,0600	-0,0040	-0,0943	-0,0263
2	-0,0682	-0,0926	0,0115	0,0000	-0,1170	0,1905	-0,1667	-0,1171
3	0,0976	-0,3163	-0,2727	-0,1042	-0,1807	-0,0600	0,0500	-0,3571
4	0,0667	-0,0597	-0,3594	0,0000	-0,1324	0,0496	0,2857	-0,1111
5	0,0208	0,0635	0,3171	0,0000	-0,1186	0,1081	0,0000	-0,0714
6	-0,0204	0,0000	-0,1481	0,0000	0,0385	0,0671	-0,1111	0,0192
7	0,1667	0,1642	0,2174	0,0000	-0,0556	-0,0514	-0,1042	0,1887
8	0,0179	0,0385	0,0714	-0,0233	0,2745	-0,0301	0,2093	-0,0794
9	0,0702	0,1605	0,0000	-0,1429	0,0615	0,0248	-0,1731	-0,0172
10	-0,1475	0,0000	0,0000	-0,1111	0,1014	0,0182	-0,0233	0,1053
11	-0,0192	-0,1489	-0,2000	0,3750	-0,0395	-0,0774	0,6667	-0,1270
12	-0,0784	-0,2375	-0,0833	0,0000	0,0411	-0,0097	0,0714	1,0727
13	0,0426	-0,0164	0,4318	0,0000	-0,1316	0,1954	0,3333	-0,5439
14	1,0408	-0,0333	-0,0635	-0,1818	-0,0606	0,0054	0,1000	0,0192
15	-0,1200	-0,0172	-0,0678	-0,0833	0,0000	-0,0813	-0,0455	-0,0755
16	0,2727	-0,0526	-0,4909	0,0000	0,0806	0,0619	-0,4952	-0,4490
17	-0,6071	0,1296	0,0000	-0,0303	-0,0448	-0,0611	-0,2264	-0,0370
18	-0,0909	-0,0492	-0,0357	0,0000	0,0156	-0,0533	0,0976	-0,1923
19	-0,0250	0,2414	-0,0741	0,1250	0,0154	-0,1844	0,0222	-0,3810
20	-0,1538	0,2083	0,0000	0,1111	0,0606	0,0421	-0,1087	0,0000
21	-0,0303	-0,0345	0,1600	0,0250	0,1429	-0,4632	0,0488	0,0000
22	0,0000	0,0952	0,4138	0,0732	-0,0875	-0,0342	0,4884	0,8462
23	0,0000	-0,0435	0,0244	0,0455	0,0000	0,0709	0,4219	0,0833
24	0,0000	-0,0568	-0,0476	-0,0435	0,1370	-0,0464	0,2198	-0,1538
25	-0,0938	0,0482	0,0250	0,0000	0,0602	-0,0139	0,0811	-0,1818
26	2,4483	-0,1839	0,5122	0,0000	-0,0909	-0,0070	-0,5333	0,1111
27	-0,7000	0,1831	-0,1452	0,0000	-0,1500	-0,0355	0,3750	-0,1000
28	0,0667	0,0000	-0,1132	-0,0909	-0,2206	-0,0294	-0,5714	-0,2778
29	-0,0938	-0,2619	-0,5957	0,0000	-0,2830	-0,0909	0,0000	-0,1538
30	-0,4483	0,0161	0,2105	0,0500	-0,3158	0,2583	-0,4848	-0,0909
31	0,1250	0,3333	-0,3478	0,0952	-0,2692	0,1192	-0,0588	0,9000
32	-0,1667	-0,0476	-0,3333	0,6630	0,2632	-0,2663	-0,1875	0,1053
33	-0,4667	-0,0625	-0,4000	0,0327	0,4583	-0,2258	-0,3846	0,0000
34	0,0000	-0,3867	-0,3333	-0,2405	0,2857	-0,1875	-0,2500	-0,2381
35	0,2500	-0,6087	0,7500	0,2833	0,1556	-0,1923	-0,1667	0,0000
36	0,2000	-0,4444	0,2857	0,0000	-0,0962	0,1429	0,2000	0,5000

Sumber: ICMD 1995-2004

3.1 RETURN SAHAM PERUSAHAAN AKUISITOR SELAMA 36 BULAN - 2

No	BUDI	DVLA	EPMT	TLKM	DUTI	INDF	KLBF	ASII
1	0,1579	-0,1563	-0,0225	-0,4000	-0,0600	-0,0040	-0,0943	-0,0263
2	-0,0682	-0,0926	0,0115	0,0000	-0,1170	0,1905	-0,1667	-0,1171
3	0,0976	-0,3163	-0,2727	-0,1042	-0,1807	-0,0600	0,0500	-0,3571
4	0,0667	-0,0597	-0,3594	0,0000	-0,1324	0,0496	0,2857	-0,1111
5	0,0208	0,0635	0,3171	0,0000	-0,1186	0,1081	0,0000	-0,0714
6	-0,0204	0,0000	-0,1481	0,0000	0,0385	0,0671	-0,1111	0,0192
7	0,1667	0,1642	0,2174	0,0000	-0,0556	-0,0514	-0,1042	0,1887
8	0,0179	0,0385	0,0714	-0,0233	0,2745	-0,0301	0,2093	-0,0794
9	0,0702	0,1605	0,0000	-0,1429	0,0615	0,0248	-0,1731	-0,0172
10	-0,1475	0,0000	0,0000	-0,1111	0,1014	0,0182	-0,0233	0,1053
11	-0,0192	-0,1489	-0,2000	0,3750	-0,0395	-0,0774	0,6667	-0,1270
12	-0,0784	-0,2375	-0,0833	0,0000	0,0411	-0,0097	0,0714	1,0727
13	0,0426	-0,0164	0,4318	0,0000	-0,1316	0,1954	0,3333	-0,5439
14	1,0408	-0,0333	-0,0635	-0,1818	-0,0606	0,0054	0,1000	0,0192
15	-0,1200	-0,0172	-0,0678	-0,0833	0,0000	-0,0813	-0,0455	-0,0755
16	0,2727	-0,0526	-0,4909	0,0000	0,0806	0,0619	-0,4952	-0,4490
17	-0,6071	0,1296	0,0000	-0,0303	-0,0448	-0,0611	-0,2264	-0,0370
18	-0,0909	-0,0492	-0,0357	0,0000	0,0156	-0,0533	0,0976	-0,1923
19	-0,0250	0,2414	-0,0741	0,1250	0,0154	-0,1844	0,0222	-0,3810
20	-0,1538	0,2083	0,0000	0,1111	0,0606	0,0421	-0,1087	0,0000
21	-0,0303	-0,0345	0,1600	0,0250	0,1429	-0,4632	0,0488	0,0000
22	0,0000	0,0952	0,4138	0,0732	-0,0875	-0,0342	0,4884	0,8462
23	0,0000	-0,0435	0,0244	0,0455	0,0000	0,0709	0,4219	0,0833
24	0,0000	-0,0568	-0,0476	-0,0435	0,1370	-0,0464	0,2198	-0,1538
25	-0,0938	0,0482	0,0250	0,0000	0,0602	-0,0139	0,0811	-0,1818
26	2,4483	-0,1839	0,5122	0,0000	-0,0909	-0,0070	-0,5333	0,1111
27	-0,7000	0,1831	-0,1452	0,0000	-0,1500	-0,0355	0,3750	-0,1000
28	0,0667	0,0000	-0,1132	-0,0909	-0,2206	-0,0294	-0,5714	-0,2778
29	-0,0938	-0,2619	-0,5957	0,0000	-0,2830	-0,0909	0,0000	-0,1538
30	-0,4483	0,0161	0,2105	0,0500	-0,3158	0,2583	-0,4848	-0,0909
31	0,1250	0,3333	-0,3478	0,0952	-0,2692	0,1192	-0,0588	0,9000
32	-0,1667	-0,0476	-0,3333	0,6630	0,2632	-0,2663	-0,1875	0,1053
33	-0,4667	-0,0625	-0,4000	0,0327	0,4583	-0,2258	-0,3846	0,0000
34	0,0000	-0,3867	-0,3333	-0,2405	0,2857	-0,1875	-0,2500	-0,2381
35	0,2500	-0,6087	0,7500	0,2833	0,1556	-0,1923	-0,1667	0,0000
36	0,2000	-0,4444	0,2857	0,0000	-0,0962	0,1429	0,2000	0,5000

Sumber: ICMD 1995-2004

3.1 RETURN SAHAM PERUSAHAAN AKUISITOR SELAMA 36 BULAN - 3

No	BAKR	BLTA	CEKA	CTRA	DNKS	HNSE	SHID	IGAR
1	0,1579	-0,1563	-0,0225	-0,4000	-0,0600	-0,0040	-0,0943	-0,0263
2	-0,0682	-0,0926	0,0115	0,0000	-0,1170	0,1905	-0,1667	-0,1171
3	0,0976	-0,3163	-0,2727	-0,1042	-0,1807	-0,0600	0,0500	-0,3571
4	0,0667	-0,0597	-0,3594	0,0000	-0,1324	0,0496	0,2857	-0,1111
5	0,0208	0,0635	0,3171	0,0000	-0,1186	0,1081	0,0000	-0,0714
6	-0,0204	0,0000	-0,1481	0,0000	0,0385	0,0671	-0,1111	0,0192
7	0,1667	0,1642	0,2174	0,0000	-0,0556	-0,0514	-0,1042	0,1887
8	0,0179	0,0385	0,0714	-0,0233	0,2745	-0,0301	0,2093	-0,0794
9	0,0702	0,1605	0,0000	-0,1429	0,0615	0,0248	-0,1731	-0,0172
10	-0,1475	0,0000	0,0000	-0,1111	0,1014	0,0182	-0,0233	0,1053
11	-0,0192	-0,1489	-0,2000	0,3750	-0,0395	-0,0774	0,6667	-0,1270
12	-0,0784	-0,2375	-0,0833	0,0000	0,0411	-0,0097	0,0714	1,0727
13	0,0426	-0,0164	0,4318	0,0000	-0,1316	0,1954	0,3333	-0,5439
14	1,0408	-0,0333	-0,0635	-0,1818	-0,0606	0,0054	0,1000	0,0192
15	-0,1200	-0,0172	-0,0678	-0,0833	0,0000	-0,0813	-0,0455	-0,0755
16	0,2727	-0,0526	-0,4909	0,0000	0,0806	0,0619	-0,4952	-0,4490
17	-0,6071	0,1296	0,0000	-0,0303	-0,0448	-0,0611	-0,2264	-0,0370
18	-0,0909	-0,0492	-0,0357	0,0000	0,0156	-0,0533	0,0976	-0,1923
19	-0,0250	0,2414	-0,0741	0,1250	0,0154	-0,1844	0,0222	-0,3810
20	-0,1538	0,2083	0,0000	0,1111	0,0606	0,0421	-0,1087	0,0000
21	-0,0303	-0,0345	0,1600	0,0250	0,1429	-0,4632	0,0488	0,0000
22	0,0000	0,0952	0,4138	0,0732	-0,0875	-0,0342	0,4884	0,8462
23	0,0000	-0,0435	0,0244	0,0455	0,0000	0,0709	0,4219	0,0833
24	0,0000	-0,0568	-0,0476	-0,0435	0,1370	-0,0464	0,2198	-0,1538
25	-0,0938	0,0482	0,0250	0,0000	0,0602	-0,0139	0,0811	-0,1818
26	2,4483	-0,1839	0,5122	0,0000	-0,0909	-0,0070	-0,5333	0,1111
27	-0,7000	0,1831	-0,1452	0,0000	-0,1500	-0,0355	0,3750	-0,1000
28	0,0667	0,0000	-0,1132	-0,0909	-0,2206	-0,0294	-0,5714	-0,2778
29	-0,0938	-0,2619	-0,5957	0,0000	-0,2830	-0,0909	0,0000	-0,1538
30	-0,4483	0,0161	0,2105	0,0500	-0,3158	0,2583	-0,4848	-0,0909
31	0,1250	0,3333	-0,3478	0,0952	-0,2692	0,1192	-0,0588	0,9000
32	-0,1667	-0,0476	-0,3333	0,6630	0,2632	-0,2663	-0,1875	0,1053
33	-0,4667	-0,0625	-0,4000	0,0327	0,4583	-0,2258	-0,3846	0,0000
34	0,0000	-0,3867	-0,3333	-0,2405	0,2857	-0,1875	-0,2500	-0,2381
35	0,2500	-0,6087	0,7500	0,2833	0,1556	-0,1923	-0,1667	0,0000
36	0,2000	-0,4444	0,2857	0,0000	-0,0962	0,1429	0,2000	0,5000

Sumber: ICMD 1995-2004

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

3.1 RETURN SAHAM PERUSAHAAN AKUISITOR SELAMA 36 BULAN - 4

No	INPP	MLND	PWON	PICO	PSDN	SULI	SUDI	TSPC
1	0,1579	-0,1563	-0,0225	-0,4000	-0,0600	-0,0040	-0,0943	-0,0263
2	-0,0682	-0,0926	0,0115	0,0000	-0,1170	0,1905	-0,1667	-0,1171
3	0,0976	-0,3163	-0,2727	-0,1042	-0,1807	-0,0600	0,0500	-0,3571
4	0,0667	-0,0597	-0,3594	0,0000	-0,1324	0,0496	0,2857	-0,1111
5	0,0208	0,0635	0,3171	0,0000	-0,1186	0,1081	0,0000	-0,0714
6	-0,0204	0,0000	-0,1481	0,0000	0,0385	0,0671	-0,1111	0,0192
7	0,1667	0,1642	0,2174	0,0000	-0,0556	-0,0514	-0,1042	0,1887
8	0,0179	0,0385	0,0714	-0,0233	0,2745	-0,0301	0,2093	-0,0794
9	0,0702	0,1605	0,0000	-0,1429	0,0615	0,0248	-0,1731	-0,0172
10	-0,1475	0,0000	0,0000	-0,1111	0,1014	0,0182	-0,0233	0,1053
11	-0,0192	-0,1489	-0,2000	0,3750	-0,0395	-0,0774	0,6667	-0,1270
12	-0,0784	-0,2375	-0,0833	0,0000	0,0411	-0,0097	0,0714	1,0727
13	0,0426	-0,0164	0,4318	0,0000	-0,1316	0,1954	0,3333	-0,5439
14	1,0408	-0,0333	-0,0635	-0,1818	-0,0606	0,0054	0,1000	0,0192
15	-0,1200	-0,0172	-0,0678	-0,0833	0,0000	-0,0813	-0,0455	-0,0755
16	0,2727	-0,0526	-0,4909	0,0000	0,0806	0,0619	-0,4952	-0,4490
17	-0,6071	0,1296	0,0000	-0,0303	-0,0448	-0,0611	-0,2264	-0,0370
18	-0,0909	-0,0492	-0,0357	0,0000	0,0156	-0,0533	0,0976	-0,1923
19	-0,0250	0,2414	-0,0741	0,1250	0,0154	-0,1844	0,0222	-0,3810
20	-0,1538	0,2083	0,0000	0,1111	0,0606	0,0421	-0,1087	0,0000
21	-0,0303	-0,0345	0,1600	0,0250	0,1429	-0,4632	0,0488	0,0000
22	0,0000	0,0952	0,4138	0,0732	-0,0875	-0,0342	0,4884	0,8462
23	0,0000	-0,0435	0,0244	0,0455	0,0000	0,0709	0,4219	0,0833
24	0,0000	-0,0568	-0,0476	-0,0435	0,1370	-0,0464	0,2198	-0,1538
25	-0,0938	0,0482	0,0250	0,0000	0,0602	-0,0139	0,0811	-0,1818
26	2,4483	-0,1839	0,5122	0,0000	-0,0909	-0,0070	-0,5333	0,1111
27	-0,7000	0,1831	-0,1452	0,0000	-0,1500	-0,0355	0,3750	-0,1000
28	0,0667	0,0000	-0,1132	-0,0909	-0,2206	-0,0294	-0,5714	-0,2778
29	-0,0938	-0,2619	-0,5957	0,0000	-0,2830	-0,0909	0,0000	-0,1538
30	-0,4483	0,0161	0,2105	0,0500	-0,3158	0,2583	-0,4848	-0,0909
31	0,1250	0,3333	-0,3478	0,0952	-0,2692	0,1192	-0,0588	0,9000
32	-0,1667	-0,0476	-0,3333	0,6630	0,2632	-0,2663	-0,1875	0,1053
33	-0,4667	-0,0625	-0,4000	0,0327	0,4583	-0,2258	-0,3846	0,0000
34	0,0000	-0,3867	-0,3333	-0,2405	0,2857	-0,1875	-0,2500	-0,2381
35	0,2500	-0,6087	0,7500	0,2833	0,1556	-0,1923	-0,1667	0,0000
36	0,2000	-0,4444	0,2857	0,0000	-0,0962	0,1429	0,2000	0,5000

Sumber: ICMD 1995-2004

3.1 RETURN SAHAM PERUSAHAAN AKUISITOR SELAMA 36 BULAN - 5

No	TPEN	TIRA	UNIC	JHID	ALMI	AKRA	AALI	ASGR
1	0,1579	-0,1563	-0,0225	-0,4000	-0,0600	-0,0040	-0,0943	-0,0263
2	-0,0682	-0,0926	0,0115	0,0000	-0,1170	0,1905	-0,1667	-0,1171
3	0,0976	-0,3163	-0,2727	-0,1042	-0,1807	-0,0600	0,0500	-0,3571
4	0,0667	-0,0597	-0,3594	0,0000	-0,1324	0,0496	0,2857	-0,1111
5	0,0208	0,0635	0,3171	0,0000	-0,1186	0,1081	0,0000	-0,0714
6	-0,0204	0,0000	-0,1481	0,0000	0,0385	0,0671	-0,1111	0,0192
7	0,1667	0,1642	0,2174	0,0000	-0,0556	-0,0514	-0,1042	0,1887
8	0,0179	0,0385	0,0714	-0,0233	0,2745	-0,0301	0,2093	-0,0794
9	0,0702	0,1605	0,0000	-0,1429	0,0615	0,0248	-0,1731	-0,0172
10	-0,1475	0,0000	0,0000	-0,1111	0,1014	0,0182	-0,0233	0,1053
11	-0,0192	-0,1489	-0,2000	0,3750	-0,0395	-0,0774	0,6667	-0,1270
12	-0,0784	-0,2375	-0,0833	0,0000	0,0411	-0,0097	0,0714	1,0727
13	0,0426	-0,0164	0,4318	0,0000	-0,1316	0,1954	0,3333	-0,5439
14	1,0408	-0,0333	-0,0635	-0,1818	-0,0606	0,0054	0,1000	0,0192
15	-0,1200	-0,0172	-0,0678	-0,0833	0,0000	-0,0813	-0,0455	-0,0755
16	0,2727	-0,0526	-0,4909	0,0000	0,0806	0,0619	-0,4952	-0,4490
17	-0,6071	0,1296	0,0000	-0,0303	-0,0448	-0,0611	-0,2264	-0,0370
18	-0,0909	-0,0492	-0,0357	0,0000	0,0156	-0,0533	0,0976	-0,1923
19	-0,0250	0,2414	-0,0741	0,1250	0,0154	-0,1844	0,0222	-0,3810
20	-0,1538	0,2083	0,0000	0,1111	0,0606	0,0421	-0,1087	0,0000
21	-0,0303	-0,0345	0,1600	0,0250	0,1429	-0,4632	0,0488	0,0000
22	0,0000	0,0952	0,4138	0,0732	-0,0875	-0,0342	0,4884	0,8462
23	0,0000	-0,0435	0,0244	0,0455	0,0000	0,0709	0,4219	0,0833
24	0,0000	-0,0568	-0,0476	-0,0435	0,1370	-0,0464	0,2198	-0,1538
25	-0,0938	0,0482	0,0250	0,0000	0,0602	-0,0139	0,0811	-0,1818
26	2,4483	-0,1839	0,5122	0,0000	-0,0909	-0,0070	-0,5333	0,1111
27	-0,7000	0,1831	-0,1452	0,0000	-0,1500	-0,0355	0,3750	-0,1000
28	0,0667	0,0000	-0,1132	-0,0909	-0,2206	-0,0294	-0,5714	-0,2778
29	-0,0938	-0,2619	-0,5957	0,0000	-0,2830	-0,0909	0,0000	-0,1538
30	-0,4483	0,0161	0,2105	0,0500	-0,3158	0,2583	-0,4848	-0,0909
31	0,1250	0,3333	-0,3478	0,0952	-0,2692	0,1192	-0,0588	0,9000
32	-0,1667	-0,0476	-0,3333	0,6630	0,2632	-0,2663	-0,1875	0,1053
33	-0,4667	-0,0625	-0,4000	0,0327	0,4583	-0,2258	-0,3846	0,0000
34	0,0000	-0,3867	-0,3333	-0,2405	0,2857	-0,1875	-0,2500	-0,2381
35	0,2500	-0,6087	0,7500	0,2833	0,1556	-0,1923	-0,1667	0,0000
36	0,2000	-0,4444	0,2857	0,0000	-0,0962	0,1429	0,2000	0,5000

Sumber: ICMD 1995-2004

3.1 RETURN SAHAM PERUSAHAAN AKUISITOR SELAMA 36 BULAN - 6

No	BIPP	DGSA	UGAR	PNSE	BURE	DSFI	RIMO	TIRT
1	0,1579	-0,1563	-0,0225	-0,4000	-0,0600	-0,0040	-0,0943	-0,0263
2	-0,0682	-0,0926	0,0115	0,0000	-0,1170	0,1905	-0,1667	-0,1171
3	0,0976	-0,3163	-0,2727	-0,1042	-0,1807	-0,0600	0,0500	-0,3571
4	0,0667	-0,0597	-0,3594	0,0000	-0,1324	0,0496	0,2857	-0,1111
5	0,0208	0,0635	0,3171	0,0000	-0,1186	0,1081	0,0000	-0,0714
6	-0,0204	0,0000	-0,1481	0,0000	0,0385	0,0671	-0,1111	0,0192
7	0,1667	0,1642	0,2174	0,0000	-0,0556	-0,0514	-0,1042	0,1887
8	0,0179	0,0385	0,0714	-0,0233	0,2745	-0,0301	0,2093	-0,0794
9	0,0702	0,1605	0,0000	-0,1429	0,0615	0,0248	-0,1731	-0,0172
10	-0,1475	0,0000	0,0000	-0,1111	0,1014	0,0182	-0,0233	0,1053
11	-0,0192	-0,1489	-0,2000	0,3750	-0,0395	-0,0774	0,6667	-0,1270
12	-0,0784	-0,2375	-0,0833	0,0000	0,0411	-0,0097	0,0714	1,0727
13	0,0426	-0,0164	0,4318	0,0000	-0,1316	0,1954	0,3333	-0,5439
14	1,0408	-0,0333	-0,0635	-0,1818	-0,0606	0,0054	0,1000	0,0192
15	-0,1200	-0,0172	-0,0678	-0,0833	0,0000	-0,0813	-0,0455	-0,0755
16	0,2727	-0,0526	-0,4909	0,0000	0,0806	0,0619	-0,4952	-0,4490
17	-0,6071	0,1296	0,0000	-0,0303	-0,0448	-0,0611	-0,2264	-0,0370
18	-0,0909	-0,0492	-0,0357	0,0000	0,0156	-0,0533	0,0976	-0,1923
19	-0,0250	0,2414	-0,0741	0,1250	0,0154	-0,1844	0,0222	-0,3810
20	-0,1538	0,2083	0,0000	0,1111	0,0606	0,0421	-0,1087	0,0000
21	-0,0303	-0,0345	0,1600	0,0250	0,1429	-0,4632	0,0488	0,0000
22	0,0000	0,0952	0,4138	0,0732	-0,0875	-0,0342	0,4884	0,8462
23	0,0000	-0,0435	0,0244	0,0455	0,0000	0,0709	0,4219	0,0833
24	0,0000	-0,0568	-0,0476	-0,0435	0,1370	-0,0464	0,2198	-0,1538
25	-0,0938	0,0482	0,0250	0,0000	0,0602	-0,0139	0,0811	-0,1818
26	2,4483	-0,1839	0,5122	0,0000	-0,0909	-0,0070	-0,5333	0,1111
27	-0,7000	0,1831	-0,1452	0,0000	-0,1500	-0,0355	0,3750	-0,1000
28	0,0667	0,0000	-0,1132	-0,0909	-0,2206	-0,0294	-0,5714	-0,2778
29	-0,0938	-0,2619	-0,5957	0,0000	-0,2830	-0,0909	0,0000	-0,1538
30	-0,4483	0,0161	0,2105	0,0500	-0,3158	0,2583	-0,4848	-0,0909
31	0,1250	0,3333	-0,3478	0,0952	-0,2692	0,1192	-0,0588	0,9000
32	-0,1667	-0,0476	-0,3333	0,6630	0,2632	-0,2663	-0,1875	0,1053
33	-0,4667	-0,0625	-0,4000	0,0327	0,4583	-0,2258	-0,3846	0,0000
34	0,0000	-0,3867	-0,3333	-0,2405	0,2857	-0,1875	-0,2500	-0,2381
35	0,2500	-0,6087	0,7500	0,2833	0,1556	-0,1923	-0,1667	0,0000
36	0,2000	-0,4444	0,2857	0,0000	-0,0962	0,1429	0,2000	0,5000

Sumber: ICMD 1995-2004

3.2 MARKET RETURN PADA TAHUN DAN BULAN SETELAH AKUISISI, 36 BULAN - 1

PRSH	APAC	BRPT	BAYU	IMAS	SMAR	INTP	MLPL	AMFG
IHSG	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt
Th/bl	95/3	95/7	95/4	95/2	95/6	95/1	95/3	96/5
1	-0,0550	0,0411	-0,0283	0,0455	0,0358	-0,0762	-0,0550	-0,0103
2	-0,0283	-0,0229	0,1411	-0,0550	0,0411	0,0455	-0,0283	-0,0376
3	0,1411	-0,0150	0,0358	-0,0283	-0,0229	-0,0550	0,1411	-0,0554
4	0,0358	-0,0097	0,0411	0,1411	-0,0150	-0,0283	0,0358	-0,0244
5	0,0411	-0,0138	-0,0229	0,0358	-0,0097	0,1411	0,0411	0,0469
6	-0,0229	0,0667	-0,0150	0,0411	-0,0138	0,0358	-0,0229	-0,0092
7	-0,0150	0,1259	-0,0097	-0,0229	0,0667	0,0411	-0,0150	0,0792
8	-0,0097	0,0115	-0,0138	-0,0150	0,1259	-0,0229	-0,0097	0,0398
9	-0,0138	0,0008	0,0667	-0,0097	0,0115	-0,0150	-0,0138	0,0842
10	0,0667	0,0652	0,1259	-0,0138	0,0008	-0,0097	0,0667	0,0206
11	0,1259	-0,0103	0,0115	0,0667	0,0652	-0,0138	0,1259	-0,0612
12	0,0115	-0,0376	0,0008	0,1259	-0,0103	0,0667	0,0115	-0,0154
13	0,0008	-0,0554	0,0652	0,0115	-0,0376	0,1259	0,0008	0,0674
14	0,0652	-0,0244	-0,0103	0,0008	-0,0554	0,0115	0,0652	0,0410
15	-0,0103	0,0469	-0,0376	0,0652	-0,0244	0,0008	-0,0103	-0,0045
16	-0,0376	-0,0092	-0,0554	-0,0103	0,0469	0,0652	-0,0376	-0,3151
17	-0,0554	0,0792	-0,0244	-0,0376	-0,0092	-0,0103	-0,0554	0,1067
18	-0,0244	0,0398	0,0469	-0,0554	0,0792	-0,0376	-0,0244	-0,0846
19	0,0469	0,0842	-0,0092	-0,0244	0,0398	-0,0554	0,0469	-0,1973
20	-0,0092	0,0206	0,0792	0,0469	0,0842	-0,0244	-0,0092	0,0000
21	0,0792	-0,0612	0,0398	-0,0092	0,0206	0,0469	0,0792	0,2097
22	0,0398	-0,0154	0,0842	0,0792	-0,0612	-0,0092	0,0398	-0,0073
23	0,0842	0,0674	0,0206	0,0398	-0,0154	0,0792	0,0842	0,1224
24	0,0206	0,0410	-0,0612	0,0842	0,0674	0,0398	0,0206	-0,1501
25	-0,0612	-0,0045	-0,0154	0,0206	0,0410	0,0842	-0,0612	-0,0862
26	-0,0154	-0,3151	0,0674	-0,0612	-0,0045	0,0206	-0,0154	0,0605
27	0,0674	0,1067	0,0410	-0,0154	-0,3151	-0,0612	0,0674	0,0803
28	0,0410	-0,0846	-0,0045	0,0674	0,1067	-0,0154	0,0410	-0,2962
29	-0,0045	-0,1973	-0,3151	0,0410	-0,0846	0,0674	-0,0045	-0,1854
30	-0,3151	0,0000	0,1067	-0,0045	-0,1973	0,0410	-0,3151	0,0892
31	0,1067	0,2097	-0,0846	-0,3151	0,0000	-0,0045	0,1067	0,2843
32	-0,0846	-0,0073	-0,1973	0,1067	0,2097	-0,3151	-0,0846	0,0305
33	-0,1973	0,1224	0,0000	-0,0846	-0,0073	0,1067	-0,1973	0,0349
34	0,0000	-0,1501	0,2097	-0,1973	0,1224	-0,0846	0,0000	-0,0385
35	0,2097	-0,0862	-0,0073	0,0000	-0,1501	-0,1973	0,2097	-0,0062
36	-0,0073	0,0605	0,1224	0,2097	-0,0862	0,0000	-0,0073	0,2581

Sumber: Informasi Pasar Modal BEJ 1995-2004

3.2 MARKET RETURN PADA TAHUN DAN BULAN SETELAH AKUISISI, 36 BULAN - 2

PRSH	BUDI	DVLA	EPMT	TLKM	DUTI	INDF	KLBF	ASII
IHSG	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt
Th/bl	96/10	96/1	96/12	96/11	96/7	96/11	96/11	97/9
1	-0,0092	0,1259	0,0398	0,0792	-0,0554	0,0792	0,0792	0,1067
2	0,0792	0,0115	0,0842	0,0398	-0,0244	0,0398	0,0398	-0,0846
3	0,0398	0,0008	0,0206	0,0842	0,0469	0,0842	0,0842	-0,1973
4	0,0842	0,0652	-0,0612	0,0206	-0,0092	0,0206	0,0206	0,0000
5	0,0206	-0,0103	-0,0154	-0,0612	0,0792	-0,0612	-0,0612	0,2097
6	-0,0612	-0,0376	0,0674	-0,0154	0,0398	-0,0154	-0,0154	-0,0073
7	-0,0154	-0,0554	0,0410	0,0674	0,0842	0,0674	0,0674	0,1224
8	0,0674	-0,0244	-0,0045	0,0410	0,0206	0,0410	0,0410	-0,1501
9	0,0410	0,0469	-0,3151	-0,0045	-0,0612	-0,0045	-0,0045	-0,0862
10	-0,0045	-0,0092	0,1067	-0,3151	-0,0154	-0,3151	-0,3151	0,0605
11	-0,3151	0,0792	-0,0846	0,1067	0,0674	0,1067	0,1067	0,0803
12	0,1067	0,0398	-0,1973	-0,0846	0,0410	-0,0846	-0,0846	-0,2962
13	-0,0846	0,0842	0,0000	-0,1973	-0,0045	-0,1973	-0,1973	-0,1854
14	-0,1973	0,0206	0,2097	0,0000	-0,3151	0,0000	0,0000	0,0892
15	0,0000	-0,0612	-0,0073	0,2097	0,1067	0,2097	0,2097	0,2843
16	0,2097	-0,0154	0,1224	-0,0073	-0,0846	-0,0073	-0,0073	0,0305
17	-0,0073	0,0674	-0,1501	0,1224	-0,1973	0,1224	0,1224	0,0349
18	0,1224	0,0410	-0,0862	-0,1501	0,0000	-0,1501	-0,1501	-0,0385
19	-0,1501	-0,0045	0,0605	-0,0862	0,2097	-0,0862	-0,0862	-0,0062
20	-0,0862	-0,3151	0,0803	0,0605	-0,0073	0,0605	0,0605	0,2581
21	0,0605	0,1067	-0,2962	0,0803	0,1224	0,0803	0,0803	0,1818
22	0,0803	-0,0846	-0,1854	-0,2962	-0,1501	-0,2962	-0,2962	0,1312
23	-0,2962	-0,1973	0,0892	-0,1854	-0,0862	-0,1854	-0,1854	-0,0969
24	-0,1854	0,0000	0,2843	0,0892	0,0605	0,0892	0,0892	-0,0516
25	0,0892	0,2097	0,0305	0,2843	0,0803	0,2843	0,2843	-0,0337
26	0,2843	-0,0073	0,0349	0,0305	-0,2962	0,0305	0,0305	0,0838
27	0,0305	0,1224	-0,0385	0,0349	-0,1854	0,0349	0,0349	0,0349
28	0,0349	-0,1501	-0,0062	-0,0385	0,0892	-0,0385	-0,0385	-0,0385
29	-0,0385	-0,0862	0,2581	-0,0062	0,2843	-0,0062	-0,0062	-0,0062
30	-0,0062	0,0605	0,1818	0,2581	0,0305	0,2581	0,2581	0,2581
31	0,2581	0,0803	0,1312	0,1818	0,0349	0,1818	0,1818	0,1818
32	0,1818	-0,2962	-0,0969	0,1312	-0,0385	0,1312	0,1312	0,1312
33	0,1312	-0,1854	-0,0516	-0,0969	-0,0062	-0,0969	-0,0969	-0,0969
34	-0,0969	0,0892	-0,0337	-0,0516	0,2581	-0,0516	-0,0516	-0,0516
35	-0,0516	0,2843	0,0838	-0,0337	0,1818	-0,0337	-0,0337	-0,0337
36	-0,0337	0,0305	-0,0170	0,0838	0,1312	0,0838	0,0838	0,0838

Sumber: Informasi Pasar Modal BEJ 1995-2004

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

3.2 MARKET RETURN PADA TAHUN DAN BULAN SETELAH AKUISISI, 36 BULAN - 3

PRSH	BAKR	BLTA	CEKA	CTRA	DNKS	HNSE	SHID	IGAR
IHSG	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt
Th/bl	97/9	97/12	97/6	97/1	97/9	97/12	97/9	97/3
1	0,1067	0,0000	0,0410	0,0842	0,1067	0,0000	0,1067	-0,0612
2	-0,0846	0,2097	-0,0045	0,0206	-0,0846	0,2097	-0,0846	-0,0154
3	-0,1973	-0,0073	-0,3151	-0,0612	-0,1973	-0,0073	-0,1973	0,0674
4	0,0000	0,1224	0,1067	-0,0154	0,0000	0,1224	0,0000	0,0410
5	0,2097	-0,1501	-0,0846	0,0674	0,2097	-0,1501	0,2097	-0,0045
6	-0,0073	-0,0862	-0,1973	0,0410	-0,0073	-0,0862	-0,0073	-0,3151
7	0,1224	0,0605	0,0000	-0,0045	0,1224	0,0605	0,1224	0,1067
8	-0,1501	0,0803	0,2097	-0,3151	-0,1501	0,0803	-0,1501	-0,0846
9	-0,0862	-0,2962	-0,0073	0,1067	-0,0862	-0,2962	-0,0862	-0,1973
10	0,0605	-0,1854	0,1224	-0,0846	0,0605	-0,1854	0,0605	0,0000
11	0,0803	0,0892	-0,1501	-0,1973	0,0803	0,0892	0,0803	0,2097
12	-0,2962	0,2843	-0,0862	0,0000	-0,2962	0,2843	-0,2962	-0,0073
13	-0,1854	0,0305	0,0605	0,2097	-0,1854	0,0305	-0,1854	0,1224
14	0,0892	0,0349	0,0803	-0,0073	0,0892	0,0349	0,0892	-0,1501
15	0,2843	-0,0385	-0,2962	0,1224	0,2843	-0,0385	0,2843	-0,0862
16	0,0305	-0,0062	-0,1854	-0,1501	0,0305	-0,0062	0,0305	0,0605
17	0,0349	0,2581	0,0892	-0,0862	0,0349	0,2581	0,0349	0,0803
18	-0,0385	0,1818	0,2843	0,0605	-0,0385	0,1818	-0,0385	-0,2962
19	-0,0062	0,1312	0,0305	0,0803	-0,0062	0,1312	-0,0062	-0,1854
20	0,2581	-0,0969	0,0349	-0,2962	0,2581	-0,0969	0,2581	0,0892
21	0,1818	-0,0516	-0,0385	-0,1854	0,1818	-0,0516	0,1818	0,2843
22	0,1312	-0,0337	-0,0062	0,0892	0,1312	-0,0337	0,1312	0,0305
23	-0,0969	0,0838	0,2581	0,2843	-0,0969	0,0838	-0,0969	0,0349
24	-0,0516	0,0349	0,1818	0,0305	-0,0516	0,0349	-0,0516	-0,0385
25	-0,0337	-0,0385	0,1312	0,0349	-0,0337	-0,0385	-0,0337	-0,0062
26	0,0838	-0,0062	-0,0969	-0,0385	0,0838	-0,0062	0,0838	0,2581
27	0,0349	0,2581	-0,0516	-0,0062	0,0349	0,2581	0,0349	0,1818
28	-0,0385	0,1818	-0,0337	0,2581	-0,0385	0,1818	-0,0385	0,1312
29	-0,0062	0,1312	0,0838	0,1818	-0,0062	0,1312	-0,0062	-0,0969
30	0,2581	-0,0969	0,0349	0,1312	0,2581	-0,0969	0,2581	-0,0516
31	0,1818	-0,0516	-0,0385	-0,0969	0,1818	-0,0516	0,1818	-0,0337
32	0,1312	-0,0337	-0,0062	-0,0516	0,1312	-0,0337	0,1312	0,0838
33	-0,0969	0,0838	0,2581	-0,0337	-0,0969	0,0838	-0,0969	0,0349
34	-0,0516	-0,0966	0,1818	0,0838	-0,0516	-0,0966	-0,0516	-0,0385
35	-0,0337	-0,0379	0,1312	0,0349	-0,0337	-0,0379	-0,0337	-0,0599
36	0,0838	0,0589	-0,0969	-0,0385	0,0838	0,0589	0,0838	-0,0940

Sumber: Informasi Pasar Modal BEJ 1995-2004

3.2 MARKET RETURN PADA TAHUN DAN BULAN SETELAH AKUISISI, 36 BULAN - 4

PRSH	INPP	MLND	PWON	PICO	PSDN	SULI	SUDI	TSPC
IHSG	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt
Th/bl	97/11	97/9	97/6	97/11	97/12	97/12	97/5	97/3
1	-0,1973	0,1067	0,0410	-0,1973	0,0000	0,0000	0,0674	-0,0612
2	0,0000	-0,0846	-0,0045	0,0000	0,2097	0,2097	0,0410	-0,0154
3	0,2097	-0,1973	-0,3151	0,2097	-0,0073	-0,0073	-0,0045	0,0674
4	-0,0073	0,0000	0,1067	-0,0073	0,1224	0,1224	-0,3151	0,0410
5	0,1224	0,2097	-0,0846	0,1224	-0,1501	-0,1501	0,1067	-0,0045
6	-0,1501	-0,0073	-0,1973	-0,1501	-0,0862	-0,0862	-0,0846	-0,3151
7	-0,0862	0,1224	0,0000	-0,0862	0,0605	0,0605	-0,1973	0,1067
8	0,0605	-0,1501	0,2097	0,0605	0,0803	0,0803	0,0000	-0,0846
9	0,0803	-0,0862	-0,0073	0,0803	-0,2962	-0,2962	0,2097	-0,1973
10	-0,2962	0,0605	0,1224	-0,2962	-0,1854	-0,1854	-0,0073	0,0000
11	-0,1854	0,0803	-0,1501	-0,1854	0,0892	0,0892	0,1224	0,2097
12	0,0892	-0,2962	-0,0862	0,0892	0,2843	0,2843	-0,1501	-0,0073
13	0,2843	-0,1854	0,0605	0,2843	0,0305	0,0305	-0,0862	0,1224
14	0,0305	0,0892	0,0803	0,0305	0,0349	0,0349	0,0605	-0,1501
15	0,0349	0,2843	-0,2962	0,0349	-0,0385	-0,0385	0,0803	-0,0862
16	-0,0385	0,0305	-0,1854	-0,0385	-0,0062	-0,0062	-0,2962	0,0605
17	-0,0062	0,0349	0,0892	-0,0062	0,2581	0,2581	-0,1854	0,0803
18	0,2581	-0,0385	0,2843	0,2581	0,1818	0,1818	0,0892	-0,2962
19	0,1818	-0,0062	0,0305	0,1818	0,1312	0,1312	0,2843	-0,1854
20	0,1312	0,2581	0,0349	0,1312	-0,0969	-0,0969	0,0305	0,0892
21	-0,0969	0,1818	-0,0385	-0,0969	-0,0516	-0,0516	0,0349	0,2843
22	-0,0516	0,1312	-0,0062	-0,0516	-0,0337	-0,0337	-0,0385	0,0305
23	-0,0337	-0,0969	0,2581	-0,0337	0,0838	0,0838	-0,0062	0,0349
24	0,0838	-0,0516	0,1818	0,0838	0,0349	0,0349	0,2581	-0,0385
25	0,0349	-0,0337	0,1312	0,0349	-0,0385	-0,0385	0,1818	-0,0062
26	-0,0385	0,0838	-0,0969	-0,0385	-0,0062	-0,0062	0,1312	0,2581
27	-0,0062	0,0349	-0,0516	-0,0062	0,2581	0,2581	-0,0969	0,1818
28	0,2581	-0,0385	-0,0337	0,2581	0,1818	0,1818	-0,0516	0,1312
29	0,1818	-0,0062	0,0838	0,1818	0,1312	0,1312	-0,0337	-0,0969
30	0,1312	0,2581	0,0349	0,1312	-0,0969	-0,0969	0,0838	-0,0516
31	-0,0969	0,1818	-0,0385	-0,0969	-0,0516	-0,0516	0,0349	-0,0337
32	-0,0516	0,1312	-0,0599	-0,0516	-0,0337	-0,0337	-0,0385	0,0838
33	-0,0337	-0,0969	-0,0940	-0,0337	0,0838	0,0838	-0,0599	0,0349
34	0,0838	-0,0516	0,0117	0,0838	-0,0966	-0,0966	-0,0940	-0,0385
35	-0,0966	-0,0337	-0,0969	-0,0966	-0,0379	-0,0379	0,0117	-0,0599
36	-0,0379	0,0838	-0,1375	-0,0379	0,0589	0,0589	-0,0969	-0,0940

Sumber: Informasi Pasar Modal BEJ 1995-2004

3.2 MARKET RETURN PADA TAHUN DAN BULAN SETELAH AKUISISI, 36 BULAN - 5

PRSH	TPEN	TIRA	UNIC	JHID	ALMI	AKRA	AALI	ASGR
IHSG	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt
Th/bl	97/8	97/2	97/8	97/3	98/3	98/3	98/3	98/5
1	-0,3151	0,0206	-0,3151	-0,0612	0,1224	0,1224	0,1224	-0,0862
2	0,1067	-0,0612	0,1067	-0,0154	-0,1501	-0,1501	-0,1501	0,0605
3	-0,0846	-0,0154	-0,0846	0,0674	-0,0862	-0,0862	-0,0862	0,0803
4	-0,1973	0,0674	-0,1973	0,0410	0,0605	0,0605	0,0605	-0,2962
5	0,0000	0,0410	0,0000	-0,0045	0,0803	0,0803	0,0803	-0,1854
6	0,2097	-0,0045	0,2097	-0,3151	-0,2962	-0,2962	-0,2962	0,0892
7	-0,0073	-0,3151	-0,0073	0,1067	-0,1854	-0,1854	-0,1854	0,2843
8	0,1224	0,1067	0,1224	-0,0846	0,0892	0,0892	0,0892	0,0305
9	-0,1501	-0,0846	-0,1501	-0,1973	0,2843	0,2843	0,2843	0,0349
10	-0,0862	-0,1973	-0,0862	0,0000	0,0305	0,0305	0,0305	-0,0385
11	0,0605	0,0000	0,0605	0,2097	0,0349	0,0349	0,0349	-0,0062
12	0,0803	0,2097	0,0803	-0,0073	-0,0385	-0,0385	-0,0385	0,2581
13	-0,2962	-0,0073	-0,2962	0,1224	-0,0062	-0,0062	-0,0062	0,1818
14	-0,1854	0,1224	-0,1854	-0,1501	0,2581	0,2581	0,2581	0,1312
15	0,0892	-0,1501	0,0892	-0,0862	0,1818	0,1818	0,1818	-0,0969
16	0,2843	-0,0862	0,2843	0,0605	0,1312	0,1312	0,1312	-0,0516
17	0,0305	0,0605	0,0305	0,0803	-0,0969	-0,0969	-0,0969	-0,0337
18	0,0349	0,0803	0,0349	-0,2962	-0,0516	-0,0516	-0,0516	0,0838
19	-0,0385	-0,2962	-0,0385	-0,1854	-0,0337	-0,0337	-0,0337	0,0349
20	-0,0062	-0,1854	-0,0062	0,0892	0,0838	0,0838	0,0838	-0,0385
21	0,2581	0,0892	0,2581	0,2843	0,0349	0,0349	0,0349	-0,0599
22	0,1818	0,2843	0,1818	0,0305	-0,0385	-0,0385	-0,0385	-0,0940
23	0,1312	0,0305	0,1312	0,0349	-0,0599	-0,0599	-0,0599	0,0117
24	-0,0969	0,0349	-0,0969	-0,0385	-0,0940	-0,0940	-0,0940	-0,0969
25	-0,0516	-0,0385	-0,0516	-0,0062	0,0117	0,0117	0,0117	-0,1375
26	-0,0337	-0,0062	-0,0337	0,2581	-0,0969	-0,0969	-0,0969	0,1338
27	0,0838	0,2581	0,0838	0,1818	-0,1375	-0,1375	-0,1375	-0,0445
28	0,0349	0,1818	0,0349	0,1312	0,1338	0,1338	0,1338	-0,0599
29	-0,0385	0,1312	-0,0385	-0,0969	-0,0445	-0,0445	-0,0445	-0,0940
30	-0,0599	-0,0969	-0,0599	-0,0516	-0,0599	-0,0599	-0,0599	0,0117
31	-0,0940	-0,0516	-0,0940	-0,0337	-0,0940	-0,0940	-0,0940	-0,0969
32	0,0117	-0,0337	0,0117	0,0838	0,0117	0,0117	0,0117	-0,1375
33	-0,0969	0,0838	-0,0969	0,0349	-0,0969	-0,0969	-0,0969	0,1338
34	-0,1375	0,0349	-0,1375	-0,0385	-0,1375	-0,1375	-0,1375	-0,0445
35	0,1338	-0,0385	0,1338	-0,0599	0,1338	0,1338	0,1338	-0,1103
36	-0,0445	-0,0599	-0,0445	-0,0940	-0,0445	-0,0445	-0,0445	-0,0599

Sumber: Informasi Pasar Modal BEJ 1995-2004

3.2 MARKET RETURN PADA TAHUN DAN BULAN SETELAH AKUISISI, 36 BULAN - 6

PRSH	BIPP	DGSA	UGAR	PNSE	BURE	DSFI	RIMO	TIRT
IHSG	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt	Rmt
Th/bl	98/5	98/1	98/8	99/11	00/1	00/12	00/4	00/12
1	-0,0862	0,2097	-0,2962	0,1595	-0,0940	0,0223	-0,1375	0,0223
2	0,0605	-0,0073	-0,1854	-0,0599	0,0117	0,0063	0,1338	0,0063
3	0,0803	0,1224	0,0892	-0,0940	-0,0969	-0,1103	-0,0445	-0,1103
4	-0,2962	-0,1501	0,2843	0,0117	-0,1375	-0,0599	-0,0524	-0,0599
5	-0,1854	-0,0862	0,0305	-0,0969	0,1338	0,1330	-0,0966	0,1330
6	0,0892	0,0605	0,0349	-0,1375	-0,0445	0,0782	-0,0379	0,0782
7	0,2843	0,0803	-0,0385	0,1338	-0,0524	0,0148	0,0589	0,0148
8	0,0305	-0,2962	-0,0062	-0,0445	-0,0966	-0,0192	-0,0300	-0,0192
9	0,0349	-0,1854	0,2581	-0,0524	-0,0379	-0,0989	0,0223	-0,0989
10	-0,0385	0,0892	0,1818	-0,0966	0,0589	-0,0223	0,0063	-0,0223
11	-0,0062	0,2843	0,1312	-0,0379	-0,0300	-0,0089	-0,1103	-0,0089
12	0,2581	0,0305	-0,0969	0,0589	0,0223	0,0308	-0,0599	0,0308
13	0,1818	0,0349	-0,0516	-0,0300	0,0063	0,1520	0,1330	0,1520
14	0,1312	-0,0385	-0,0337	0,0223	-0,1103	0,0036	0,0782	0,0036
15	-0,0969	-0,0062	0,0838	0,0063	-0,0599	0,0629	0,0148	0,0629
16	-0,0516	0,2581	0,0349	-0,1103	0,1330	0,1085	-0,0192	0,1085
17	-0,0337	0,1818	-0,0385	-0,0599	0,0782	-0,0061	-0,0989	-0,0061
18	0,0838	0,1312	-0,0599	0,1330	0,0148	-0,0486	-0,0223	-0,0486
19	0,0349	-0,0969	-0,0940	0,0782	-0,0192	-0,0819	-0,0089	-0,0819
20	-0,0385	-0,0516	0,0117	0,0148	-0,0989	-0,0431	0,0308	-0,0431
21	-0,0599	-0,0337	-0,0969	-0,0192	-0,0223	-0,0549	0,1520	-0,0549
22	-0,0940	0,0838	-0,1375	-0,0989	-0,0089	-0,1199	0,0036	-0,1199
23	0,0117	0,0349	0,1338	-0,0223	0,0308	0,0579	0,0629	0,0579
24	-0,0969	-0,0385	-0,0445	-0,0089	0,1520	0,0884	0,1085	0,0884
25	-0,1375	-0,0599	-0,0599	0,0308	0,0036	-0,0859	-0,0061	-0,0859
26	0,1338	-0,0940	-0,0940	0,1520	0,0629	-0,0859	-0,0486	-0,0859
27	-0,0445	0,0117	0,0117	0,0036	0,1085	0,0277	-0,0819	0,0277
28	-0,0599	-0,0969	-0,0969	0,0629	-0,0061	-0,0030	-0,0431	-0,0030
29	-0,0940	-0,1375	-0,1375	0,1085	-0,0486	0,1328	-0,0549	0,1328
30	0,0117	0,1338	0,1338	-0,0061	-0,0819	0,0974	-0,1199	0,0974
31	-0,0969	-0,0445	-0,0445	-0,0486	-0,0431	0,0217	0,0579	0,0217
32	-0,1375	-0,0599	-0,0524	-0,0819	-0,0549	0,0089	0,0884	0,0089
33	0,1338	-0,0940	-0,0966	-0,0431	-0,1199	0,0397	-0,0859	0,0397
34	-0,0445	0,0117	-0,0379	-0,0549	0,0579	-0,0962	0,0277	-0,0962
35	-0,1103	-0,0969	0,0589	-0,1199	0,0884	-0,0608	-0,0030	-0,0608
36	-0,0599	-0,1375	-0,0300	0,0579	-0,0859	0,0150	0,1328	0,0150

Sumber: Informasi Pasar Modal BEJ 1995-2004

3.3 ABNORMAL RETURN PERUSAHAAN AKUISITOR 36 BULAN - 1

No	APAC	BRPT	BAYU	IMAS	SMAR	INTP	MLPL	AMFG
1	0,2129	-0,1973	0,0059	-0,4455	-0,0958	0,0723	-0,0394	-0,0160
2	-0,0399	-0,0696	-0,1296	0,0550	-0,1581	0,1450	-0,1383	-0,0795
3	-0,0436	-0,3013	-0,3085	-0,0758	-0,1578	-0,0050	-0,0911	-0,3017
4	0,0309	-0,0500	-0,4005	-0,1411	-0,1174	0,0780	0,2499	-0,0867
5	-0,0203	0,0772	0,3400	-0,0358	-0,1089	-0,0330	-0,0411	-0,1183
6	0,0025	-0,0667	-0,1332	-0,0411	0,0522	0,0313	-0,0882	0,0284
7	0,1817	0,0383	0,2271	0,0229	-0,1222	-0,0925	-0,0892	0,1095
8	0,0276	0,0270	0,0852	-0,0083	0,1486	-0,0072	0,2190	-0,1192
9	0,0839	0,1596	-0,0667	-0,1331	0,0500	0,0398	-0,1593	-0,1015
10	-0,2142	-0,0652	-0,1259	-0,0974	0,1006	0,0279	-0,0899	0,0846
11	-0,1452	-0,1386	-0,2115	0,3083	-0,1047	-0,0636	0,5407	-0,0658
12	-0,0899	-0,1999	-0,0842	-0,1259	0,0514	-0,0764	0,0599	1,0881
13	0,0417	0,0391	0,3666	-0,0115	-0,0940	0,0695	0,3325	-0,6113
14	0,9756	-0,0089	-0,0532	-0,1827	-0,0052	-0,0061	0,0348	-0,0218
15	-0,1097	-0,0642	-0,0302	-0,1486	0,0244	-0,0821	-0,0351	-0,0709
16	0,3103	-0,0434	-0,4355	0,0103	0,0337	-0,0033	-0,4577	-0,1338
17	-0,5517	0,0504	0,0244	0,0073	-0,0356	-0,0508	-0,1710	-0,1438
18	-0,0665	-0,0890	-0,0826	0,0554	-0,0636	-0,0157	0,1220	-0,1077
19	-0,0719	0,1572	-0,0649	0,1494	-0,0244	-0,1289	-0,0247	-0,1837
20	-0,1446	0,1877	-0,0792	0,0642	-0,0236	0,0666	-0,0995	0,0000
21	-0,1095	0,0267	0,1202	0,0342	0,1222	-0,5102	-0,0304	-0,2097
22	-0,0398	0,1106	0,3296	-0,0060	-0,0263	-0,0250	0,4485	0,8535
23	-0,0842	-0,1109	0,0038	0,0056	0,0154	-0,0083	0,3377	-0,0391
24	-0,0206	-0,0978	0,0135	-0,1277	0,0695	-0,0862	0,1991	-0,0037
25	-0,0326	0,0527	0,0404	-0,0206	0,0193	-0,0981	0,1422	-0,0956
26	2,4637	0,1312	0,4447	0,0612	-0,0864	-0,0277	-0,5180	0,0506
27	-0,7674	0,0764	-0,1861	0,0154	0,1651	0,0257	0,3076	-0,1803
28	0,0257	0,0846	-0,1087	-0,1584	-0,3273	-0,0140	-0,6124	0,0184
29	-0,0892	-0,0646	-0,2806	-0,0410	-0,1984	-0,1584	0,0045	0,0316
30	-0,1331	0,0161	0,1038	0,0545	-0,1185	0,2173	-0,1697	-0,1801
31	0,0183	0,1237	-0,2632	0,4104	-0,2692	0,1237	-0,1656	0,6157
32	-0,0820	-0,0403	-0,1361	0,5563	0,0535	0,0489	-0,1029	0,0748
33	-0,2694	-0,1849	-0,4000	0,1173	0,4657	-0,3325	-0,1874	-0,0349
34	0,0000	-0,2365	-0,5430	-0,0433	0,1633	-0,1029	-0,2500	-0,1996
35	0,0403	-0,5225	0,7573	0,2833	0,3057	0,0049	-0,3763	0,0062
36	0,2073	-0,5050	0,1633	-0,2097	-0,0099	0,1428	0,2073	0,2419

Sumber: ICMD 1995-2004

3.3 ABNORMAL RETURN PERUSAHAAN AKUISITOR 36 BULAN - 2

No	BUDI	DVLA	EPMT	TLKM	DUTI	INDF	KLBF	ASII
1	-0,0533	-0,0502	-0,1011	0,0359	-0,2089	-0,0792	-0,0792	-0,5558
2	-0,0875	0,0073	0,0245	0,0118	0,0557	-0,0807	-0,0580	-0,0162
3	-0,0314	-0,0608	0,1362	-0,0413	-0,0318	0,0328	0,0269	-0,0925
4	-0,0426	-0,0456	-0,0066	-0,0383	0,2480	-0,0016	-0,0123	-0,2500
5	-0,0766	0,0103	0,1972	-0,0586	-0,1033	0,0518	-0,0463	-0,3500
6	0,1205	-0,0441	-0,1905	0,0698	-0,1139	1,0390	1,5154	0,3747
7	1,1754	-0,1697	0,0467	-0,0094	0,0491	-0,5570	-0,6526	0,1612
8	-0,6230	0,0920	0,0529	-0,0715	-0,3736	-0,0182	0,1197	-0,1173
9	-0,0493	-0,0849	0,0382	0,0108	-0,2116	-0,0758	-0,1262	-0,2471
10	-0,1467	-0,0697	-0,6387	-0,0161	1,3654	0,0482	-0,0211	-0,1082
11	-0,0908	-0,0292	-0,2790	0,2484	-0,6313	-0,0538	0,2133	0,0197
12	-0,4734	-0,0058	-0,0885	0,0088	-0,0898	-0,0349	-0,0265	-0,1583
13	-0,3627	-0,0316	0,0000	-0,0042	0,0302	-0,1170	-0,1891	-0,1896
14	0,1973	-0,0769	-0,0097	0,0934	-0,1599	-0,2500	-0,2778	0,0442
15	0,6190	-0,1441	-0,0760	0,1579	-0,0591	-0,3069	-0,4661	1,0098
16	-0,2097	0,7487	-0,0315	-0,1177	-0,0972	0,6689	0,4556	-0,0048
17	-0,3162	-0,4617	-0,0999	0,0562	-0,1361	0,2850	-0,2176	-0,1849
18	0,0515	-0,1124	-0,1360	-0,0862	-0,3333	0,0449	0,0186	-0,0204
19	1,1872	-0,2946	-0,3463	0,2767	-0,3347	-0,4506	-0,2471	0,0375
20	-0,1865	-0,2946	0,1197	0,0528	0,5788	-0,1399	-0,3333	0,4692
21	0,0395	0,5808	-0,0371	-0,0384	0,3321	0,5577	0,4822	0,6428
22	0,1925	-0,2487	0,1854	-0,1635	-0,0999	-0,0617	-0,1838	-0,2081
23	0,5819	-0,1639	-0,3392	-0,1656	-0,0805	0,2346	-0,1222	0,4407
24	0,1299	-0,2174	0,3824	0,1404	-0,3605	-0,0267	0,5775	-0,1112
25	0,0726	-0,2652	-0,2305	0,1691	-0,0803	0,8775	0,0491	-0,0497
26	-0,3729	0,9485	-0,0349	-0,0396	0,0105	0,0716	-0,2305	0,2798
27	-0,0860	-0,1830	0,0385	0,1873	-0,0146	0,1626	-0,1599	-0,0423
28	-0,2996	-0,1724	0,0062	-0,1282	0,4108	0,0127	-0,0330	0,1579
29	0,0385	-0,0090	-0,0081	0,0335	-0,1176	0,1491	0,0062	-0,0138
30	0,3062	-0,5869	1,4182	0,0162	-0,0305	-0,0729	0,4342	-0,2581
31	-0,3043	0,1419	-0,2081	-0,1054	-0,1778	0,1073	1,8637	-0,1954
32	-0,1334	-0,1583	4,8469	-0,1570	-0,1282	-0,1494	-0,2506	-0,2484
33	-0,2081	0,1854	-0,1513	-0,0885	0,2062	0,1216	1,6732	-0,1218
34	0,5469	0,2442	-0,5482	0,0109	-0,0914	0,0395	-0,1195	0,0516
35	0,1780	0,0907	0,1770	0,0337	1,3897	0,0001	-0,7759	0,0337
36	0,0337	-0,0305	-0,0175	0,0179	-0,2979	-0,0617	0,3328	-0,0318

Sumber: ICMD 1995-2004

3.3 ABNORMAL RETURN PERUSAHAAN AKUISITOR 36 BULAN - 3

No	BAKR	BLTA	CEKA	CTRA	DNKS	HNSE	SHID	IGAR
1	-0,1067	0,0149	-0,0627	-0,1863	-0,3247	-0,0544	-0,3290	0,1945
2	-0,2070	-0,3273	0,0231	0,0248	0,2650	-0,1982	0,1084	0,0154
3	-0,2733	0,3907	0,2061	-0,0041	0,1139	0,0073	-0,3841	-0,1851
4	-0,2222	-0,1224	-0,1578	0,0154	-0,2424	-0,8667	-0,2222	-0,0077
5	-0,6382	0,0899	0,0309	-0,0674	-0,8497	-0,3387	-0,2097	0,0045
6	1,2573	-0,0548	-0,0414	0,0869	1,0629	0,1297	0,0073	0,1539
7	0,0998	-0,1053	-0,1045	-0,1707	-0,2305	-0,6439	0,1633	-0,1067
8	-0,2135	0,2635	-0,1930	-0,2724	-0,1226	-0,0803	-0,1276	-0,1654
9	-0,0566	0,0637	-0,1238	-0,1370	-0,1221	1,9962	0,1631	0,1973
10	-0,5605	-0,0570	0,0285	-0,3216	-0,3237	6,8521	-0,4891	-0,2821
11	1,9197	-0,0892	-0,0466	-0,0133	-0,0088	0,0703	0,1697	-0,2097
12	-0,2593	-0,2643	0,2291	-0,3333	-0,2371	-1,1718	0,0962	0,0073
13	0,4354	-0,0501	-0,0963	-0,4097	0,0426	-0,4379	0,1854	-0,1938
14	-0,2892	-0,1749	-0,0803	0,6323	0,2442	-0,1599	-0,2142	-0,0806
15	-0,0343	-0,0546	0,1851	0,2622	0,0907	-0,6044	-0,1414	-0,0138
16	-0,0305	-0,0194	0,3521	-0,0721	-0,1214	-0,5938	0,2195	-0,1717
17	-0,4349	-0,3107	-0,0892	-0,3424	-0,0349	1,2419	-0,0349	0,1697
18	0,3718	0,0404	-0,2486	-0,3105	-0,0615	0,2182	-0,0615	0,4962
19	-0,2438	-0,1994	0,3144	0,0864	0,0062	1,2974	-0,1049	-0,3979
20	-0,2581	0,2189	-0,0605	0,0105	0,6308	-0,1972	-0,1331	-0,5892
21	0,8182	-0,0788	0,1437	-0,0146	0,9359	-0,4484	0,7071	0,1157
22	-0,2979	0,0087	0,0062	-0,0892	0,7021	0,2003	-0,0136	0,6838
23	1,8969	-0,0069	-0,3057	0,9657	0,8242	0,4876	-0,0084	0,0484
24	-0,5198	-0,0825	-0,2568	-0,4749	0,0165	-0,2167	-0,2425	-0,3462
25	0,2003	0,1635	-0,1853	0,1651	-0,7572	0,2607	0,0337	-0,2438
26	0,3447	-0,0160	-0,1602	-0,1282	0,3944	-0,1756	0,0828	0,5752
27	-0,1349	-0,3717	0,1285	-0,1938	-0,0349	-0,2581	0,1080	1,0000
28	0,0385	-0,1305	-0,0020	0,2419	0,5679	-0,4040	0,1010	2,3688
29	-0,1049	-0,1556	-0,0838	1,1516	-0,1476	-0,2741	0,1239	0,5255
30	-0,3831	-0,0281	-0,2942	0,7259	-0,3490	-0,2364	-0,3634	-0,9067
31	-0,4675	0,2745	0,1135	-0,1339	-0,1568	0,5516	-0,1818	0,2337
32	-0,1312	0,0337	-0,0403	-0,0484	-0,3507	0,1003	-0,3665	0,2495
33	-0,1031	-0,1306	-0,3557	-0,0219	0,0344	-0,1151	0,0969	-0,0349
34	0,2516	0,0721	-0,2629	0,3868	0,2849	-0,1937	0,1285	0,5385
35	0,0337	0,1184	-0,3077	-0,1549	-0,2096	0,2198	-0,0806	-0,1068
36	-0,1672	-0,0589	-0,2602	0,1294	-0,1410	-0,2512	-0,1161	-0,1060

Sumber: ICMD 1995-2004

3.3 ABNORMAL RETURN PERUSAHAAN AKUISITOR 36 BULAN - 4

No	INPP	MLND	PWON	PICO	PSDN	SULI	SUDI	TSPC
1	0,1973	-0,2533	0,2667	-0,0944	0,5385	0,1071	0,0820	-0,0093
2	0,2941	0,1755	0,0634	-0,2059	-0,2597	-0,4355	-0,0710	0,0154
3	-0,2097	0,1602	0,3151	-0,5060	-0,0453	0,4240	-0,0676	-0,0169
4	0,0073	-0,4423	-0,4956	-0,0979	-0,1224	-0,2695	0,2040	0,0071
5	-0,1224	-0,2097	-0,1881	-0,0636	-0,0165	0,0812	-0,1067	-0,0230
6	-0,0014	-0,1478	0,1556	-0,0165	0,0862	-0,3212	0,1346	-0,0622
7	0,0862	0,0613	-0,2174	-0,3138	-0,1272	-0,2480	0,1973	-0,2734
8	-0,0605	-0,4188	-0,4319	-0,6161	0,1340	1,0736	-0,0238	0,0210
9	-0,0803	-0,1538	0,5073	0,1697	0,1198	-0,0252	0,2537	-0,2591
10	0,2962	-0,2184	-0,2653	-0,3038	0,1854	-0,1303	-0,2010	-0,6964
11	0,1854	0,2322	-0,0165	0,6854	-0,6606	-0,1661	-0,1224	-0,3861
12	-0,0892	0,2486	0,0862	-0,0892	0,0491	0,0491	0,0765	0,8645
13	-0,2843	0,1354	-0,9272	0,3824	-0,1555	-0,0305	-0,0047	-0,1609
14	-0,0305	0,2793	0,4197	-0,2305	-0,0349	-0,0349	0,1145	-0,0899
15	-0,0349	-0,1689	-0,3704	-0,0349	0,0385	-0,0865	-0,0164	-0,2296
16	0,0385	-0,1339	2,1854	-0,2115	0,0062	-0,0652	0,1762	-0,3682
17	0,0062	-0,1888	-0,4225	-0,3271	-0,2581	0,5111	0,0036	0,1419
18	-0,2581	-0,1434	0,2157	0,2419	0,5325	0,3834	0,0220	0,0235
19	-0,1818	0,0062	-0,0305	1,1516	0,5355	-0,2145	-0,2843	0,0604
20	-0,1312	-0,2581	-0,0349	0,8688	-0,0531	0,2181	-0,0305	0,1966
21	0,1683	0,0404	-0,2949	-0,1888	0,1692	-0,2187	-0,0099	0,2713
22	0,0516	0,0506	0,5062	-0,0484	-0,1242	0,0337	0,0385	0,1838
23	0,0337	0,0969	-0,2581	-0,1886	-0,0213	0,1014	0,0550	-0,0937
24	-0,0838	-0,0638	0,8182	0,2019	-0,0937	-0,0662	-0,2349	0,1010
25	0,1318	-0,0968	1,8688	0,1873	0,2260	0,1352	-0,1818	0,3003
26	0,0385	0,3162	0,0969	0,2203	-0,0464	-0,1408	-0,0403	1,6510
27	0,0062	0,0722	-0,1706	-0,1476	-0,3137	-0,2581	-0,0698	0,2401
28	-0,2581	0,2643	0,1051	-0,2581	-0,2994	-0,3542	0,3641	0,1325
29	-0,1818	0,0062	0,1828	-0,3636	-0,1312	-0,2562	0,0718	0,6099
30	-0,1312	-0,2581	-0,2454	-0,3534	0,0969	-0,1888	-0,8912	-0,0174
31	-0,1031	-0,1818	0,1718	0,2398	-0,0817	0,5183	-0,2254	-0,0466
32	-0,0913	-0,1312	0,0011	0,6766	0,0029	-0,1118	0,5679	0,1511
33	0,0337	0,0969	0,0315	0,2490	-0,2267	-0,1051	-0,0939	0,0249
34	-0,0838	0,0516	-0,1450	0,0048	0,5595	-0,1969	-0,0423	0,2487
35	0,0966	0,0337	-0,2108	0,0036	-0,5190	-0,1159	-0,0117	-0,2028
36	0,0379	-0,0891	-0,0848	0,1021	-0,0303	-0,1498	-0,1662	-0,0784

Sumber: ICMD 1995-2004

3.3 ABNORMAL RETURN PERUSAHAAN AKUISITOR 36 BULAN - 5

No	TPEN	TIRA	UNIC	JHID	ALMI	AKRA	AALI	ASGR
1	0,3623	0,1968	0,1578	0,3387	0,4609	-0,1224	-0,0065	-0,1221
2	-0,0617	0,0612	-0,1467	1,0759	-0,0604	-0,0499	0,0527	-0,1395
3	0,3950	0,1761	-0,5265	-0,4668	-0,1805	-0,1138	-0,0505	-0,0803
4	-0,4343	-0,0674	0,2687	0,0095	0,2122	-0,6855	-0,1272	0,2962
5	-0,0536	-0,0564	-0,1167	-0,2431	-0,1517	0,2531	0,1162	0,1854
6	-0,1908	0,0045	0,1866	0,5567	0,2193	0,0462	-0,1590	-0,0892
7	1,0258	0,3151	-0,1008	0,9632	0,2688	0,0188	0,0074	-0,5414
8	-0,0949	-0,0130	-0,0921	-0,5970	-0,3199	0,1108	-0,0725	0,0849
9	0,2037	0,3132	0,1501	0,2976	-0,0843	0,0491	0,0764	-0,0694
10	0,1032	0,1973	-0,0314	-0,1241	0,0529	-0,0305	0,1382	-0,1401
11	-0,0605	0,0000	-0,0939	-0,3701	-0,2657	-0,0349	-0,0555	-0,0373
12	-0,0803	-0,2097	-0,0803	-0,0536	0,3385	-0,0865	-0,0773	-0,1672
13	0,2879	0,0073	-0,2727	1,4588	0,1601	-0,4224	-0,0890	0,3599
14	0,1854	-0,1224	0,0254	-0,4935	0,4752	0,2419	0,0445	0,5985
15	-0,0808	0,0804	-0,0892	-0,1785	0,3567	1,1516	-0,2727	0,0032
16	-0,3009	0,0862	0,7157	-0,3805	0,0188	0,7259	-0,0645	0,0171
17	-0,0389	-0,0605	-0,1257	-0,1979	-0,0770	-0,1339	-0,0802	0,0158
18	-0,0264	0,0197	-0,0086	-0,2371	0,4463	-0,0984	0,0010	0,0616
19	0,0385	0,2962	0,1923	0,1854	0,0903	-0,0252	-0,0330	1,1714
20	0,0147	0,1854	-0,0160	-0,0892	-0,1553	-0,0213	0,1733	0,2255
21	-0,2665	-0,0892	-0,1217	0,2872	-0,2272	0,3769	-0,1940	1,1205
22	-0,1902	-0,2615	-0,2218	-0,2123	0,2766	-0,0449	0,0925	0,0940
23	-0,1312	-0,0305	0,5146	-0,0349	-0,0939	-0,0310	-0,0298	-0,8823
24	0,0969	-0,0349	0,0336	0,0385	-0,0196	0,0940	0,0095	-0,0167
25	0,0260	0,0385	0,0516	-0,2160	0,1165	-0,4117	0,0499	-0,2471
26	0,0688	0,0062	-0,1015	0,3133	0,1424	0,0136	0,0679	0,0745
27	-0,0754	-0,2581	0,1037	1,1819	0,1809	0,2284	0,0628	-0,0383
28	-0,0349	-0,1818	0,8072	-0,0927	0,0120	-0,0505	-0,0209	-0,0078
29	0,0385	-0,5979	0,0385	-0,0883	-0,0464	0,0753	-0,0251	-0,1157
30	0,0599	0,3469	0,2599	-0,1302	-0,0201	0,0300	-0,0772	-0,1137
31	0,1024	0,2516	0,0226	-0,0774	-0,0886	-0,0291	-0,0612	0,1310
32	-0,0200	0,0337	-0,3963	0,5412	0,0787	-0,0292	-0,1356	0,0605
33	0,0969	-0,3338	-0,1218	-0,1888	-0,0006	0,0612	0,0725	-0,1457
34	0,1375	0,2984	-0,0092	0,3112	0,1375	0,1004	0,1125	-0,1242
35	-0,1338	0,0385	-0,1338	0,3099	-0,1878	-0,1338	-0,2364	-0,2810
36	0,0445	0,0599	0,2320	0,2083	-0,0984	-0,1670	-0,0127	-0,0354

Sumber: ICMD 1995-2004

3.3 ABNORMAL RETURN PERUSAHAAN AKUISITOR 36 BULAN - 6

No	BIPP	DGSA	UGAR	PNSE	BURE	DSFI	RIMO	TIRT
1	-0,0805	-0,2097	0,2962	-0,1151	0,0940	0,1005	0,1963	-0,1386
2	-0,4605	-0,0280	0,3997	-0,0678	-0,1228	-0,8110	-0,1338	0,0726
3	0,2531	0,2841	0,1461	0,0940	-0,0281	0,1103	0,0445	0,1835
4	-0,2038	-0,0030	0,4300	-0,0361	-0,0054	0,0199	0,0524	-0,0083
5	0,1854	0,0384	-0,5860	0,0969	-0,0005	-0,2163	0,0966	-0,0842
6	-0,0892	0,2298	-0,5974	0,1625	0,0445	-0,1237	0,0379	-0,0317
7	0,2157	-0,0358	-0,2473	-0,0606	-0,0064	-0,1005	0,3670	-0,0592
8	-0,0305	-0,0070	0,0062	0,0445	0,0341	-0,2725	0,0300	-0,0040
9	-0,3682	-0,1695	0,3419	0,0524	-0,0287	0,1577	-0,1522	0,0751
10	0,0385	-0,3258	0,5682	0,0966	-0,1303	0,0639	-0,0511	-0,0753
11	0,0062	0,0336	-0,2026	0,0379	0,3377	-0,0711	0,1260	0,0900
12	0,2419	0,1872	0,7123	-0,0362	-0,1988	-0,3207	-0,0786	-0,0808
13	0,1516	-0,1364	-0,0436	0,0967	-0,3635	-0,0908	-0,2222	-0,3626
14	2,3688	-0,0368	-0,0716	-0,0223	-0,1675	0,1695	-0,0782	0,0298
15	-0,1174	-0,0694	-0,3191	-0,0063	-0,1709	-0,5056	0,1029	0,0016
16	-0,3120	-0,0317	0,1959	0,1937	-0,1330	-0,1085	-0,0334	-0,1691
17	0,1765	-0,1561	0,1635	0,0599	1,3218	-0,0821	-0,2159	0,0384
18	0,2912	-0,3362	0,0599	-0,1330	-0,3898	0,0808	-0,0047	-0,0452
19	-0,2167	-0,0352	-0,0171	-0,0013	-0,1141	-0,0119	-0,1022	0,1853
20	0,2607	-0,0499	-0,0117	0,0031	0,4066	0,6638	-0,0933	-0,0506
21	-0,1219	-0,0873	0,0344	0,0192	-0,2130	0,0549	-0,0854	-0,0485
22	-0,0171	0,0079	-0,0625	0,0463	-0,0680	0,1199	-0,0036	0,0045
23	-0,1367	-0,2450	-0,2171	0,0223	-0,1975	-0,3984	-0,0629	-0,3623
24	-0,0459	-0,1105	0,0445	0,0089	-0,3520	-0,4755	0,0165	-0,0259
25	-0,1959	-0,0151	-0,1219	0,0247	-0,1286	0,0859	-0,1050	0,5565
26	0,1162	-0,0546	0,0940	-0,1520	-0,0629	-0,2299	-0,0139	0,1259
27	0,0445	-0,0434	-0,0783	-0,0036	0,1772	-0,1816	-0,0181	-0,2585
28	-0,0601	-0,3457	0,0969	-0,0629	-0,1050	0,0030	-0,0680	-0,0470
29	-0,1333	-0,0978	-0,1006	-0,1085	0,0486	-0,0419	-0,1117	0,1830
30	-0,3058	-0,2492	0,0537	0,0061	-0,0431	0,3193	0,0199	-0,0974
31	0,1803	-0,0338	-0,4029	0,0486	-0,2426	-0,0217	-0,0579	-0,0617
32	-0,0164	0,0599	0,7191	0,0819	0,0549	0,1676	-0,0884	-0,0089
33	-0,0429	0,0940	-0,1034	0,0431	-0,0801	0,0000	-0,1363	0,0000
34	-0,1222	-0,0117	-0,1406	0,0549	-0,0579	0,0000	-0,0992	0,0000
35	0,0103	0,0969	0,2020	0,1199	-0,0884	0,0000	0,1569	0,0000
36	0,0599	0,1375	0,0990	-0,0579	0,3359	0,0000	0,0672	0,0000

Sumber: ICMD 1995-2004

3.4 CUMULATIVE ABNORMAL RETURN PERUSAHAAN AKUISITOR 36 BULAN - 1

No	APAC	BRPT	BAYU	IMAS	SMAR	INTP	MLPL	AMFG
1	0,2129	-0,1973	0,0059	-0,4455	-0,0958	0,0723	-0,0394	-0,0160
2	0,1730	-0,2670	-0,1238	-0,3905	-0,2539	0,2172	-0,1777	-0,0955
3	0,1295	-0,5683	-0,4323	-0,4664	-0,4117	0,2122	-0,2688	-0,3972
4	0,1604	-0,6183	-0,8327	-0,6075	-0,5290	0,2902	-0,0189	-0,4839
5	0,1401	-0,5411	-0,4927	-0,6433	-0,6379	0,2572	-0,0600	-0,6023
6	0,1426	-0,6077	-0,6259	-0,6844	-0,5857	0,2885	-0,1481	-0,5738
7	0,3243	-0,5695	-0,3988	-0,6614	-0,7080	0,1960	-0,2373	-0,4644
8	0,3519	-0,5425	-0,3136	-0,6697	-0,5594	0,1888	-0,0183	-0,5836
9	0,4358	-0,3829	-0,3803	-0,8028	-0,5093	0,2286	-0,1776	-0,6850
10	0,2216	-0,4481	-0,5062	-0,9002	-0,4087	0,2565	-0,2675	-0,6004
11	0,0764	-0,5867	-0,7177	-0,5919	-0,5134	0,1929	0,2732	-0,6662
12	-0,0135	-0,7866	-0,8019	-0,7178	-0,4620	0,1165	0,3331	0,4219
13	0,0282	-0,7476	-0,4353	-0,7293	-0,5560	0,1861	0,6656	-0,1894
14	1,0038	-0,7565	-0,4884	-0,9120	-0,5612	0,1800	0,7004	-0,2112
15	0,8941	-0,8207	-0,5187	-1,0605	-0,5368	0,0979	0,6653	-0,2821
16	1,2044	-0,8641	-0,9541	-1,0502	-0,5030	0,0946	0,2076	-0,4159
17	0,6527	-0,8137	-0,9297	-1,0429	-0,5386	0,0438	0,0366	-0,5597
18	0,5862	-0,9027	-1,0123	-0,9875	-0,6022	0,0281	0,1586	-0,6674
19	0,5143	-0,7455	-1,0772	-0,8381	-0,6266	-0,1008	0,1339	-0,8511
20	0,3697	-0,5578	-1,1564	-0,7739	-0,6502	-0,0342	0,0344	-0,8511
21	0,2602	-0,5311	-1,0362	-0,7397	-0,5280	-0,5444	0,0040	-1,0608
22	0,2203	-0,4205	-0,7067	-0,7457	-0,5544	-0,5694	0,4525	-0,2073
23	0,1361	-0,5314	-0,7029	-0,7401	-0,5390	-0,5777	0,7902	-0,2464
24	0,1155	-0,6292	-0,6894	-0,8678	-0,4694	-0,6639	0,9893	-0,2501
25	0,0829	-0,5765	-0,6490	-0,8884	-0,4502	-0,7620	1,1316	-0,3457
26	2,5465	-0,4453	-0,2042	-0,8272	-0,5366	-0,7897	0,6136	-0,2951
27	1,7791	-0,3689	-0,3904	-0,8119	-0,3714	-0,7640	0,9212	-0,4754
28	1,8048	-0,2843	-0,4991	-0,9702	-0,6987	-0,7780	0,3088	-0,4569
29	1,7156	-0,3489	-0,7797	-1,0112	-0,8971	-0,9364	0,3133	-0,4253
30	1,5824	-0,3328	-0,6759	-0,9567	-1,0157	-0,7190	0,1436	-0,6054
31	1,6007	-0,2091	-0,9391	-0,5463	-1,2849	-0,5953	-0,0220	0,0103
32	1,5187	-0,2494	-1,0751	0,0100	-1,2314	-0,5464	-0,1248	0,0851
33	1,2493	-0,4343	-1,4752	0,1273	-0,7657	-0,8790	-0,3122	0,0502
34	1,2492	-0,6709	-2,0182	0,0841	-0,6024	-0,9818	-0,5622	-0,1494
35	1,2896	-1,1934	-1,2608	0,3674	-0,2967	-0,9769	-0,9385	-0,1432
36	1,4969	-1,6983	-1,0975	0,1578	-0,3067	-0,8340	-0,7312	0,0987

Sumber: ICMD 1995-2004

3.4 CUMULATIVE ABNORMAL RETURN PERUSAHAAN AKUISITOR 36 BULAN - 2

No	BUDI	DVLA	EPMT	TLKM	DUTI	INDF	KLBF	ASII
1	-0,0533	-0,0502	-0,1011	0,0359	-0,2089	-0,0792	-0,0792	-0,5558
2	-0,1408	-0,0429	-0,0766	0,0477	-0,1533	-0,1598	-0,1372	-0,5720
3	-0,1723	-0,1036	0,0596	0,0064	-0,1850	-0,1270	-0,1103	-0,6645
4	-0,2148	-0,1493	0,0530	-0,0319	0,0630	-0,1286	-0,1226	-0,9145
5	-0,2914	-0,1389	0,2502	-0,0905	-0,0403	-0,0768	-0,1689	-1,2645
6	-0,1710	-0,1831	0,0597	-0,0207	-0,1542	0,9622	1,3465	-0,8898
7	1,0044	-0,3528	0,1064	-0,0300	-0,1051	0,4052	0,6939	-0,7287
8	0,3814	-0,2608	0,1593	-0,1015	-0,4787	0,3870	0,8136	-0,8460
9	0,3321	-0,3457	0,1976	-0,0907	-0,6903	0,3112	0,6873	-1,0931
10	0,1854	-0,4154	-0,4411	-0,1068	0,6751	0,3594	0,6662	-1,2012
11	0,0946	-0,4446	-0,7201	0,1416	0,0439	0,3056	0,8795	-1,1815
12	-0,3788	-0,4504	-0,8085	0,1504	-0,0459	0,2708	0,8530	-1,3398
13	-0,7416	-0,4820	-0,8086	0,1461	-0,0157	0,1537	0,6639	-1,5294
14	-0,5443	-0,5589	-0,8182	0,2396	-0,1756	-0,0963	0,3861	-1,4852
15	0,0747	-0,7031	-0,8942	0,3974	-0,2347	-0,4032	-0,0800	-0,4754
16	-0,1349	0,0457	-0,9257	0,2798	-0,3319	0,2657	0,3756	-0,4802
17	-0,4511	-0,4160	-1,0256	0,3359	-0,4680	0,5507	0,1580	-0,6651
18	-0,3996	-0,5284	-1,1616	0,2497	-0,8013	0,5956	0,1765	-0,6855
19	0,7875	-0,8230	-1,5079	0,5264	-1,1360	0,1450	-0,0706	-0,6480
20	0,6010	-1,1176	-1,3881	0,5792	-0,5572	0,0051	-0,4038	-0,1788
21	0,6405	-0,5369	-1,4252	0,5408	-0,2251	0,5628	0,0784	0,4640
22	0,8329	-0,7856	-1,2398	0,3773	-0,3249	0,5011	-0,1054	0,2558
23	1,4149	-0,9494	-1,5789	0,2117	-0,4054	0,7357	-0,2276	0,6965
24	1,5448	-1,1668	-1,1966	0,3520	-0,7659	0,7091	0,3499	0,5853
25	1,6174	-1,4321	-1,4270	0,5211	-0,8462	1,5866	0,3989	0,5356
26	1,2445	-0,4836	-1,4619	0,4815	-0,8357	1,6581	0,1685	0,8154
27	1,1585	-0,6666	-1,4235	0,6688	-0,8503	1,8208	0,0086	0,7731
28	0,8589	-0,8390	-1,4172	0,5406	-0,4394	1,8334	-0,0244	0,9310
29	0,8973	-0,8480	-1,4253	0,5741	-0,5570	1,9825	-0,0182	0,9172
30	1,2036	-1,4349	-0,0071	0,5903	-0,5875	1,9096	0,4160	0,6591
31	0,8993	-1,2930	-0,2152	0,4849	-0,7652	2,0169	2,2797	0,4637
32	0,7659	-1,4513	4,6317	0,3279	-0,8935	1,8675	2,0291	0,2153
33	0,5578	-1,2658	4,4804	0,2394	-0,6872	1,9891	3,7023	0,0934
34	1,1047	-1,0216	3,9322	0,2503	-0,7787	2,0287	3,5828	0,1450
35	1,2827	-0,9309	4,1092	0,2840	0,6110	2,0288	2,8069	0,1787
36	1,3164	-0,9614	4,0917	0,3018	0,3131	1,9670	3,1398	0,1469

Sumber: ICMD 1995-2004

3.4 CUMULATIVE ABNORMAL RETURN PERUSAHAAN AKUISITOR 36 BULAN - 3

No	BAKR	BLTA	CEKA	CTRA	DNKS	HNSE	SHID	IGAR
1	-0,1067	0,0149	-0,0627	-0,1863	-0,3247	-0,0544	-0,3290	0,1945
2	-0,3138	-0,3124	-0,0397	-0,1614	-0,0597	-0,2525	-0,2205	0,2099
3	-0,5871	0,0783	0,1664	-0,1655	0,0542	-0,2452	-0,6047	0,0248
4	-0,8093	-0,0441	0,0086	-0,1501	-0,1882	-1,1119	-0,8269	0,0171
5	-1,4476	0,0458	0,0395	-0,2176	-1,0379	-1,4507	-1,0366	0,0217
6	-0,1902	-0,0091	-0,0019	-0,1306	0,0250	-1,3210	-1,0292	0,1755
7	-0,0904	-0,1144	-0,1064	-0,3014	-0,2055	-1,9649	-0,8659	0,0688
8	-0,3039	0,1491	-0,2994	-0,5737	-0,3281	-2,0451	-0,9936	-0,0966
9	-0,3606	0,2128	-0,4232	-0,7108	-0,4502	-0,0489	-0,8304	0,1007
10	-0,9211	0,1558	-0,3947	-1,0324	-0,7739	6,8032	-1,3195	-0,1814
11	0,9986	0,0666	-0,4412	-1,0456	-0,7828	6,8735	-1,1498	-0,3911
12	0,7393	-0,1976	-0,2122	-1,3790	-1,0199	5,7017	-1,0536	-0,3837
13	1,1747	-0,2477	-0,3084	-1,7887	-0,9773	5,2638	-0,8681	-0,5776
14	0,8856	-0,4226	-0,3887	-1,1563	-0,7331	5,1039	-1,0823	-0,6582
15	0,8513	-0,4772	-0,2036	-0,8941	-0,6424	4,4995	-1,2237	-0,6720
16	0,8208	-0,4966	0,1485	-0,9662	-0,7638	3,9057	h	-0,8436
17	0,3859	-0,8073	0,0594	-1,3086	-0,7987	5,1476	-1,0391	-0,6739
18	0,7577	-0,7669	-0,1892	-1,6191	-0,8602	5,3659	-1,1006	-0,1777
19	0,5139	-0,9663	0,1252	-1,5327	-0,8540	6,6632	-1,2055	-0,5756
20	0,2558	-0,7474	0,0646	-1,5222	-0,2232	6,4660	-1,3386	-1,1647
21	1,0741	-0,8263	0,2084	-1,5368	0,7127	6,0176	-0,6315	-1,0490
22	0,7762	-0,8176	0,2146	-1,6259	1,4148	6,2179	-0,6451	-0,3652
23	2,6731	-0,8245	-0,0912	-0,6602	2,2390	6,7055	-0,6534	-0,3168
24	2,1533	-0,9070	-0,3479	-1,1351	2,2555	6,4888	-0,8959	-0,6629
25	2,3536	-0,7436	-0,5332	-0,9700	1,4982	6,7495	-0,8623	-0,9067
26	2,6983	-0,7596	-0,6934	-1,0982	1,8927	6,5739	-0,7794	-0,3315
27	2,5634	-1,1313	-0,5649	-1,2920	1,8578	6,3158	-0,6715	0,6686
28	2,6019	-1,2618	-0,5669	-1,0501	2,4256	5,9118	-0,5705	3,0374
29	2,4970	-1,4174	-0,6508	0,1015	2,2780	5,6377	-0,4467	3,5629
30	2,1139	-1,4455	-0,9449	0,8274	1,9290	5,4013	-0,8100	2,6561
31	1,6464	-1,1710	-0,8315	0,6935	1,7722	5,9529	-0,9918	2,8898
32	1,5152	-1,1374	-0,8718	0,6451	1,4215	6,0532	-1,3583	3,1393
33	1,4121	-1,2679	-1,2274	0,6233	1,4559	5,9382	-1,2614	3,1044
34	1,6637	-1,1959	-1,4903	1,0100	1,7408	5,7444	-1,1329	3,6428
35	1,6974	-1,0775	-1,7980	0,8551	1,5312	5,9642	-1,2135	3,5361
36	1,5302	-1,1364	-2,0582	0,9845	1,3903	5,7130	-1,3296	3,4301

Sumber: ICMD 1995-2004

3.4 CUMULATIVE ABNORMAL RETURN PERUSAHAAN AKUISITOR 36 BULAN - 4

No	INPP	MLND	PWON	PICO	PSDN	SULI	SUDI	TSPC
1	0,1973	-0,2533	0,2667	-0,0944	0,5385	0,1071	0,0820	-0,0093
2	0,4914	-0,0777	0,3301	-0,3003	0,2788	-0,3283	0,0110	0,0061
3	0,2817	0,0825	0,6452	-0,8063	0,2335	0,0957	-0,0566	-0,0108
4	0,2890	-0,3598	0,1496	-0,9042	0,1111	-0,1738	0,1474	-0,0037
5	0,1666	-0,5695	-0,0385	-0,9678	0,0945	-0,0926	0,0407	-0,0267
6	0,1652	-0,7174	0,1171	-0,9843	0,1808	-0,4138	0,1753	-0,0889
7	0,2515	-0,6561	-0,1003	-1,2981	0,0536	-0,6619	0,3726	-0,3623
8	0,1909	-1,0749	-0,5322	-1,9142	0,1876	0,4117	0,3487	-0,3413
9	0,1106	-1,2287	-0,0249	-1,7445	0,3073	0,3865	0,6025	-0,6004
10	0,4069	-1,4471	-0,2901	-2,0483	0,4928	0,2561	0,4015	-1,2968
11	0,5923	-1,2149	-0,3067	-1,3628	-0,1678	0,0901	0,2791	-1,6830
12	0,5032	-0,9663	-0,2205	-1,4520	-0,1188	0,1391	0,3555	-0,8185
13	0,2189	-0,8309	-1,1477	-1,0696	-0,2742	0,1087	0,3508	-0,9794
14	0,1884	-0,5516	-0,7279	-1,3000	-0,3091	0,0738	0,4653	-1,0692
15	0,1535	-0,7205	-1,0984	-1,3349	-0,2707	-0,0128	0,4488	-1,2988
16	0,1920	-0,8544	1,0871	-1,5465	-0,2644	-0,0780	0,6251	-1,6670
17	0,1982	-1,0432	0,6646	-1,8736	-0,5226	0,4331	0,6287	-1,5251
18	-0,0599	-1,1865	0,8803	-1,6317	0,0100	0,8166	0,6506	-1,5016
19	-0,2417	-1,1803	0,8498	-0,4801	0,5454	0,6020	0,3664	-1,4411
20	-0,3729	-1,4384	0,8149	0,3887	0,4923	0,8202	0,3359	-1,2446
21	-0,2046	-1,3979	0,5201	0,1999	0,6616	0,6015	0,3260	-0,9733
22	-0,1530	-1,3473	1,0263	0,1514	0,5373	0,6352	0,3645	-0,7895
23	-0,1193	-1,2504	0,7682	-0,0371	0,5160	0,7365	0,4195	-0,8832
24	-0,2031	-1,3142	1,5864	0,1648	0,4223	0,6704	0,1846	-0,7823
25	-0,0714	-1,4110	3,4552	0,3521	0,6482	0,8056	0,0028	-0,4819
26	-0,0329	-1,0948	3,5521	0,5724	0,6018	0,6648	-0,0375	1,1691
27	-0,0267	-1,0226	3,3815	0,4247	0,2882	0,4066	-0,1072	1,4092
28	-0,2848	-0,7583	3,4866	0,1666	-0,0113	0,0525	0,2569	1,5417
29	-0,4666	-0,7521	3,6694	-0,1970	-0,1425	-0,2037	0,3286	2,1516
30	-0,5978	-1,0102	3,4240	-0,5504	-0,0456	-0,3926	-0,5625	2,1343
31	-0,7009	-1,1920	3,5958	-0,3106	-0,1273	0,1257	-0,7879	2,0877
32	-0,7921	-1,3232	3,5968	0,3660	-0,1244	0,0139	-0,2200	2,2388
33	-0,7585	-1,2263	3,6284	0,6150	-0,3511	-0,0912	-0,3140	2,2636
34	-0,8423	-1,1747	3,4833	0,6198	0,2085	-0,2881	-0,3563	2,5124
35	-0,7457	-1,1410	3,2726	0,6234	-0,3105	-0,4040	-0,3680	2,3096
36	-0,7078	-1,2301	3,1878	0,7254	-0,3409	-0,5538	-0,5342	2,2312

Sumber: ICMD 1995-2004

3.4 CUMULATIVE ABNORMAL RETURN PERUSAHAAN AKUISITOR 36 BULAN - 5

No	TPEN	TIRA	UNIC	JHID	ALMI	AKRA	AALI	ASGR
1	0,3623	0,1968	0,1578	0,3387	0,4609	-0,1224	-0,0065	-0,1221
2	0,3006	0,2579	0,0111	1,4146	0,4005	-0,1723	0,0463	-0,2616
3	0,6956	0,4340	-0,5154	0,9478	0,2201	-0,2861	-0,0042	-0,3419
4	0,2613	0,3666	-0,2467	0,9574	0,4323	-0,9716	-0,1314	-0,0457
5	0,2077	0,3102	-0,3634	0,7143	0,2806	-0,7185	-0,0153	0,1398
6	0,0169	0,3147	-0,1768	1,2711	0,4999	-0,6723	-0,1743	0,0506
7	1,0427	0,6299	-0,2776	2,2342	0,7687	-0,6535	-0,1669	-0,4908
8	0,9479	0,6169	-0,3697	1,6373	0,4487	-0,5427	-0,2394	-0,4059
9	1,1516	0,9301	-0,2195	1,9349	0,3645	-0,4936	-0,1630	-0,4752
10	1,2547	1,1274	-0,2510	1,8108	0,4173	-0,5241	-0,0248	-0,6154
11	1,1942	1,1273	-0,3449	1,4407	0,1516	-0,5590	-0,0803	-0,6526
12	1,1139	0,9177	-0,4251	1,3871	0,4901	-0,6455	-0,1576	-0,8198
13	1,4018	0,9250	-0,6979	2,8458	0,6502	-1,0679	-0,2467	-0,4599
14	1,5873	0,8026	-0,6724	2,3524	1,1254	-0,8260	-0,2021	0,1386
15	1,5065	0,8830	-0,7616	2,1739	1,4821	0,3256	-0,4748	0,1418
16	1,2056	0,9692	-0,0459	1,7933	1,5009	1,0515	-0,5394	0,1589
17	1,1666	0,9086	-0,1716	1,5954	1,4239	0,9176	-0,6195	0,1747
18	1,1403	0,9284	-0,1801	1,3583	1,8702	0,8192	-0,6186	0,2363
19	1,1787	1,2246	0,0122	1,5437	1,9605	0,7941	-0,6516	1,4077
20	1,1934	1,4100	-0,0038	1,4546	1,8052	0,7728	-0,4783	1,6333
21	0,9269	1,3209	-0,1256	1,7417	1,5780	1,1496	-0,6723	2,7538
22	0,7367	1,0593	-0,3474	1,5295	1,8546	1,1047	-0,5797	2,8478
23	0,6055	1,0289	0,1673	1,4946	1,7606	1,0737	-0,6096	1,9655
24	0,7024	0,9940	0,2009	1,5330	1,7410	1,1677	-0,6001	1,9488
25	0,7283	1,0324	0,2525	1,3170	1,8575	0,7561	-0,5502	1,7017
26	0,7971	1,0386	0,1510	1,6303	1,9999	0,7697	-0,4823	1,7762
27	0,7217	0,7805	0,2547	2,8122	2,1809	0,9980	-0,4194	1,7379
28	0,6868	0,5988	1,0619	2,7195	2,1929	0,9476	-0,4403	1,7302
29	0,7253	0,0009	1,1003	2,6312	2,1465	1,0228	-0,4654	1,6145
30	0,7852	0,3478	1,3602	2,5010	2,1264	1,0529	-0,5426	1,5008
31	0,8876	0,5994	1,3828	2,4235	2,0378	1,0238	-0,6038	1,6318
32	0,8676	0,6331	0,9865	2,9647	2,1165	0,9946	-0,7394	1,6924
33	0,9645	0,2992	0,8647	2,7759	2,1159	1,0558	-0,6668	1,5467
34	1,1020	0,5977	0,8555	3,0871	2,2534	1,1563	-0,5544	1,4225
35	0,9682	0,6361	0,7217	3,3970	2,0655	1,0225	-0,7907	1,1415
36	1,0127	0,6960	0,9537	3,6053	1,9672	0,8554	-0,8034	1,1061

Sumber: ICMD 1995-2004

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

3.4 CUMULATIVE ABNORMAL RETURN PERUSAHAAN AKUISITOR 36 BULAN - 6

No	BIPP	DGSA	UGAR	PNSE	BURE	DSFI	RIMO	TIRT
1	-0,0805	-0,2097	0,2962	-0,1151	0,0940	0,1005	0,1963	-0,1386
2	-0,5410	-0,2376	0,6960	-0,1828	-0,0288	-0,7105	0,0625	-0,0660
3	-0,2879	0,0465	0,8421	-0,0888	-0,0568	-0,6002	0,1070	0,1175
4	-0,4917	0,0434	1,2721	-0,1249	-0,0622	-0,5803	0,1594	0,1092
5	-0,3063	0,0819	0,6861	-0,0279	-0,0627	-0,7966	0,2560	0,0250
6	-0,3954	0,3116	0,0887	0,1345	-0,0182	-0,9203	0,2940	-0,0067
7	-0,1797	0,2758	-0,1586	0,0739	-0,0246	-1,0208	0,6610	-0,0659
8	-0,2102	0,2688	-0,1523	0,1184	0,0095	-1,2932	0,6911	-0,0699
9	-0,5784	0,0993	0,1895	0,1708	-0,0192	-1,1355	0,5389	0,0051
10	-0,5399	-0,2265	0,7578	0,2674	-0,1495	-1,0716	0,4878	-0,0701
11	-0,5337	-0,1930	0,5551	0,3054	0,1882	-1,1427	0,6137	0,0199
12	-0,2918	-0,0058	1,2674	0,2692	-0,0106	-1,4633	0,5351	-0,0610
13	-0,1403	-0,1421	1,2238	0,3659	-0,3740	-1,5541	0,3129	-0,4235
14	2,2285	-0,1789	1,1522	0,3436	-0,5415	-1,3846	0,2346	-0,3938
15	2,1112	-0,2483	0,8331	0,3373	-0,7124	-1,8902	0,3375	-0,3922
16	1,7991	-0,2800	1,0289	0,5309	-0,8453	-1,9987	0,3041	-0,5613
17	1,9756	-0,4361	1,1924	0,5908	0,4764	-2,0808	0,0882	-0,5229
18	2,2668	-0,7723	1,2523	0,4579	0,0867	-2,0000	0,0834	-0,5681
19	2,0501	-0,8075	1,2352	0,4565	-0,0275	-2,0119	-0,0187	-0,3828
20	2,3108	-0,8574	1,2235	0,4596	0,3791	-1,3481	-0,1121	-0,4334
21	2,1888	-0,9447	1,2579	0,4788	0,1661	-1,2932	-0,1974	-0,4820
22	2,1718	-0,9367	1,1954	0,5251	0,0981	-1,1733	-0,2010	-0,4775
23	2,0351	-1,1817	0,9783	0,5474	-0,0994	-1,5717	-0,2640	-0,8398
24	1,9891	-1,2922	1,0228	0,5563	-0,4514	-2,0472	-0,2475	-0,8657
25	1,7933	-1,3073	0,9009	0,5810	-0,5800	-1,9613	-0,3525	-0,3092
26	1,9095	-1,3619	0,9949	0,4290	-0,6429	-2,1912	-0,3664	-0,1833
27	1,9540	-1,4054	0,9165	0,4254	-0,4658	-2,3728	-0,3845	-0,4418
28	1,8939	-1,7511	1,0135	0,3625	-0,5707	-2,3697	-0,4525	-0,4888
29	1,7606	-1,8489	0,9128	0,2540	-0,5222	-2,4116	-0,5643	-0,3058
30	1,4548	-2,0981	0,9666	0,2601	-0,5653	-2,0923	-0,5444	-0,4032
31	1,6351	-2,1318	0,5637	0,3087	-0,8079	-2,1140	-0,6023	-0,4648
32	1,6187	-2,0719	1,2828	0,3905	-0,7530	-1,9464	-0,6908	-0,4738
33	1,5758	-1,9779	1,1794	0,4337	-0,8331	-1,9464	-0,8271	-0,4738
34	1,4537	-1,9896	1,0388	0,4886	-0,8910	-1,9464	-0,9262	-0,4738
35	1,4640	-1,8927	1,2407	0,6084	-0,9795	-1,9464	-0,7694	-0,4738
36	1,5239	-1,7552	1,3397	0,5505	-0,6436	-1,9464	-0,7022	-0,4738

Sumber: ICMD 1995-2004

3.5 CAR PERUSAHAAN NON-AKUISITOR - 1

No	MYRT	SONA	UNSP	AKPI	LALS	MERK	HERO	KAIJ
1	0,055	-0,445	0,043	0,018	2,799	-0,126	-0,025	0,019
2	0,083	-0,086	-0,144	0,033	2,719	0,026	0,148	-0,018
3	-0,058	-0,122	0,262	0,049	2,680	0,120	0,320	0,016
4	-0,094	-0,163	0,385	0,048	2,595	0,186	0,257	-0,050
5	-0,135	-0,540	0,228	-0,108	2,575	0,196	0,447	-0,153
6	-0,112	-0,775	0,242	0,269	2,636	0,157	0,287	-0,276
7	-0,097	-1,321	0,242	0,142	2,651	0,212	0,205	-0,415
8	-0,087	-1,141	0,678	0,088	2,584	0,236	0,146	-0,340
9	-0,073	-1,279	0,747	-0,011	2,543	0,106	0,131	-0,129
10	-0,140	-1,482	1,505	-0,017	2,547	0,115	0,194	0,321
11	-0,266	-1,660	1,887	-0,221	2,522	0,036	0,206	-0,124
12	-0,277	-1,111	1,879	-0,685	2,510	0,224	0,372	-0,054
13	-0,278	-1,273	1,987	-0,656	2,114	0,139	0,243	0,035
14	-0,343	-1,227	2,005	-0,697	2,200	0,341	-0,022	-0,040
15	-0,333	-1,086	1,221	-0,728	2,034	0,402	0,436	-0,193
16	-0,296	-0,749	1,184	-0,467	1,774	0,205	0,517	-0,376
17	-0,240	-0,798	1,082	-0,690	1,676	0,215	0,397	-0,246
18	-0,216	-0,739	0,909	-0,105	1,436	0,174	0,099	0,218
19	-0,263	-0,873	0,881	-0,168	1,619	0,093	0,113	-0,418
20	-0,608	-0,897	0,740	-0,384	1,899	0,384	0,149	-0,496
21	-0,437	-0,884	0,719	-0,594	2,758	0,238	0,258	-0,711
22	-0,557	-0,668	0,732	-0,787	2,804	0,322	0,366	-0,946
23	-0,348	-0,343	0,747	-1,284	2,425	0,228	0,222	-1,193
24	-0,352	-0,353	0,693	-1,384	2,534	0,287	0,231	-1,566
25	-0,266	-0,245	0,852	-1,564	2,361	0,077	0,110	-1,283
26	0,169	-0,327	1,304	-2,079	2,577	0,507	0,125	-1,120
27	0,692	-0,382	1,612	-2,160	3,031	0,869	0,092	-1,088
28	0,837	-0,392	1,433	-2,030	2,935	1,019	0,150	-1,541
29	0,851	-0,474	1,447	-2,045	3,669	1,105	0,453	-1,254
30	1,202	-0,410	1,535	-2,134	3,560	1,044	0,427	-1,466
31	1,017	-0,367	1,082	-1,918	3,244	0,964	0,323	-1,501
32	0,727	-0,300	0,683	-1,782	3,170	1,260	0,736	-1,574
33	0,844	-0,450	1,095	-1,960	3,039	1,446	0,537	-1,692
34	0,790	-1,307	1,230	-2,254	3,136	1,357	0,571	-1,665
35	0,591	-0,300	1,199	-1,498	3,187	1,072	0,527	-0,847
36	0,599	-0,464	0,947	-1,756	3,221	1,042	0,839	-1,033

Sumber: ICMD 1995-2004

3.5 CAR PERUSAHAAN NON-AKUISITOR - 2

No	BKSL	MIRA	DEJA	SQBI	HPSB	LMPL	JRPT	DMIL
1	-0,025	-0,597	0,050	0,465	-0,107	-0,498	-0,083	-0,022
2	-0,460	0,786	0,054	0,355	0,000	0,204	-0,472	-0,085
3	-0,541	0,579	0,286	0,359	-0,107	0,137	-0,772	-0,194
4	-0,644	0,729	-0,002	0,318	-0,232	-0,015	0,135	-0,444
5	-0,459	0,808	0,193	0,323	-0,442	-0,511	0,592	-0,654
6	-0,548	0,586	0,391	0,624	-0,791	-0,584	0,475	-1,391
7	-0,166	0,082	0,391	0,437	-0,914	-0,509	0,198	-1,437
8	0,404	0,201	0,181	0,492	-0,764	-0,848	-0,363	-1,572
9	-0,006	0,164	-0,262	0,750	-0,622	-1,117	-0,157	-1,686
10	0,232	0,600	-0,511	0,778	-0,683	-0,992	0,028	-2,122
11	-0,095	0,310	-0,445	0,569	-0,921	-1,202	0,088	-2,202
12	-0,103	0,276	-0,421	0,576	-0,624	-1,194	-0,144	-2,306
13	0,515	0,446	-0,706	0,453	-0,939	-0,539	0,572	-2,454
14	1,162	0,244	-0,880	0,604	-1,028	-0,701	0,541	-2,543
15	0,884	0,283	-0,583	0,690	-1,312	-0,888	0,257	-1,327
16	0,635	0,089	-0,398	0,629	-1,718	-1,449	0,073	-1,558
17	0,669	-0,419	-0,625	0,563	-1,753	0,471	0,079	-1,592
18	1,014	-0,268	-1,269	0,859	-1,514	0,351	0,678	-1,804
19	0,779	0,601	-1,050	1,045	-1,508	0,393	2,189	-2,131
20	1,067	2,073	-0,597	0,955	-1,850	0,304	2,286	-1,389
21	1,227	1,756	-0,559	0,671	-1,940	0,353	2,197	-0,821
22	1,230	1,623	-0,779	0,641	-0,738	0,198	2,134	-1,238
23	1,219	1,739	-0,874	0,606	-1,070	0,163	2,135	0,059
24	1,216	2,038	-0,832	0,644	-1,018	0,058	2,352	-0,162
25	1,131	2,264	-1,001	0,650	-1,047	0,065	2,291	-0,003
26	1,140	2,059	-0,031	0,009	-1,064	-0,027	2,409	0,357
27	1,134	2,668	-0,048	-0,306	-0,849	0,363	2,439	0,015
28	1,142	2,343	0,004	-0,412	-0,861	0,232	2,086	0,275
29	1,069	2,712	0,206	-0,065	-0,486	0,329	1,878	0,281
30	1,191	2,865	0,171	-0,013	-1,090	0,198	1,638	-0,068
31	1,288	2,837	0,515	0,020	-1,155	0,121	1,402	-0,449
32	1,425	2,871	0,575	-0,124	-1,759	0,412	1,817	-0,706
33	1,203	2,164	0,226	-0,095	-1,663	1,195	1,698	-0,894
34	1,183	2,579	-0,134	0,144	-1,611	1,184	1,685	-0,403
35	1,121	2,766	-0,110	0,204	-1,577	1,402	1,590	-0,369
36	1,139	2,517	-0,136	0,548	-2,061	1,496	1,764	-0,564

Sumber: ICMD 1995-2004

3.5 CAR PERUSAHAAN NON-AKUISITOR - 3

No	MDLN	DSUC	BYSB	KOMI	JRPT	TPIA	PLIN	INAI
1	-0,383	-0,027	-0,291	-0,348	-0,083	0,257	0,089	0,185
2	-0,509	-0,107	-0,038	-0,455	-0,472	0,130	0,118	0,512
3	-0,193	-0,542	0,160	-0,668	-0,772	0,090	0,064	0,448
4	-0,542	-0,227	-0,040	-0,855	0,135	-0,046	-0,004	0,211
5	-0,957	0,059	-0,250	-0,543	0,592	-0,225	0,001	-0,083
6	-1,366	-0,087	-0,243	-1,086	0,475	-0,434	0,316	-0,242
7	-1,750	-0,257	-0,365	-0,007	0,198	-0,340	0,209	0,110
8	-0,960	-0,257	0,174	0,491	-0,363	0,537	0,294	-0,122
9	-0,828	-0,466	0,260	0,578	-0,157	1,008	0,491	-0,073
10	-0,395	-0,775	0,160	0,527	0,028	1,064	0,491	0,147
11	-0,816	0,026	0,079	0,414	0,088	0,066	0,282	0,012
12	-1,230	0,016	0,376	0,306	-0,144	15,985	0,289	-0,172
13	-1,623	-0,041	0,561	0,174	0,572	16,281	0,166	-0,166
14	-1,704	-0,101	0,472	0,059	0,541	16,467	0,317	-0,138
15	-1,908	-0,070	0,167	0,113	0,257	16,378	0,254	0,236
16	-1,722	0,026	-0,013	0,079	0,073	16,093	0,400	-0,038
17	-1,811	-0,039	-0,098	-0,052	0,079	16,063	0,214	0,809
18	-1,095	-0,294	-0,085	-0,198	0,678	16,028	0,511	0,813
19	-1,126	0,121	-0,079	-0,409	2,189	16,067	0,696	0,696
20	-1,411	0,679	-0,256	-0,153	2,286	16,073	0,607	0,848
21	-1,372	0,755	-0,188	-0,011	2,197	15,815	0,323	0,813
22	-1,366	0,694	-0,319	0,617	2,134	15,633	0,292	1,042
23	-1,624	0,589	-0,142	1,117	2,135	15,502	0,243	1,102
24	-0,806	0,497	0,169	1,327	2,352	15,599	0,281	1,116
25	0,396	0,601	0,173	1,204	2,291	15,650	0,287	1,148
26	0,350	1,442	0,089	1,221	2,409	15,684	0,029	1,244
27	0,068	1,553	1,296	1,297	2,439	15,600	-0,167	1,215
28	0,102	1,508	1,281	1,416	2,086	15,477	-0,299	1,232
29	0,393	1,511	1,001	1,508	1,878	15,596	-0,202	1,276
30	0,176	0,855	0,763	1,543	1,638	15,313	-0,150	1,258
31	0,326	0,709	0,503	1,468	1,402	15,407	-0,117	1,125
32	0,386	0,789	0,223	1,519	1,817	15,395	-0,200	1,114
33	0,280	0,769	0,320	1,439	1,698	15,492	-0,235	1,186
34	0,143	0,776	0,196	1,505	1,685	15,629	-0,197	1,324
35	0,097	0,717	0,291	1,429	1,590	15,496	-0,137	1,190
36	-0,098	0,764	0,350	1,525	1,764	15,540	-0,013	1,172

Sumber: ICMD 1995-2004

3.5 CAR PERUSAHAAN NON-AKUISITOR - 4

No	PLIN	PWSI	TRSS	LPLD	CITM	BAAS
1	0,089	-0,283	-0,132	0,113	-0,106	-0,022
2	0,118	-0,181	0,053	-0,041	-0,268	-0,112
3	0,064	0,017	-0,036	0,053	-0,465	-0,047
4	-0,004	0,245	0,180	-0,050	-0,327	-0,130
5	0,001	0,035	0,149	0,147	-0,461	-0,263
6	0,316	0,042	-0,052	-0,034	-0,417	-0,330
7	0,209	-0,080	-0,014	0,033	0,019	-0,301
8	0,294	0,070	-0,008	0,077	-0,137	-0,303
9	0,491	0,156	0,134	0,130	-0,099	-0,225
10	0,491	-0,861	0,952	-0,129	-0,320	-0,203
11	0,282	10,725	0,678	-0,143	-0,328	-0,260
12	0,289	11,100	2,025	-0,293	-0,350	-0,573
13	0,166	11,261	1,929	1,037	-0,497	-0,742
14	0,317	11,122	1,919	0,971	-0,665	-0,762
15	0,254	10,838	2,062	1,192	-0,605	-0,893
16	0,400	10,781	2,250	1,525	-0,126	-1,001
17	0,214	10,746	2,318	0,803	-0,244	-0,904
18	0,511	10,784	2,231	0,337	-0,467	-0,906
19	0,696	10,791	2,256	0,342	-0,395	-0,824
20	0,607	10,533	2,245	8,558	-0,671	-0,939
21	0,323	10,243	2,342	8,327	-0,529	-0,800
22	0,292	10,172	2,516	8,481	-0,770	-0,873
23	0,243	9,812	2,382	8,504	-0,848	-0,931
24	0,281	9,390	2,555	8,592	-0,800	-1,210
25	0,287	9,423	2,261	8,878	-0,804	-0,977
26	0,029	9,140	2,335	8,726	-0,867	-1,070
27	-0,167	9,230	1,504	8,426	-0,309	-1,004
28	-0,299	9,490	1,600	8,337	-0,303	-1,115
29	-0,202	9,406	1,682	8,039	-0,429	-1,184
30	-0,150	9,248	1,490	8,045	-0,468	-1,311
31	-0,117	9,066	1,472	7,994	-0,425	-1,271
32	-0,200	9,026	1,458	7,964	-0,370	-1,444
33	-0,235	9,206	1,340	7,966	-0,526	-1,174
34	-0,197	10,873	1,651	8,021	-0,537	-1,271
35	-0,137	11,124	1,592	8,141	-0,807	-1,044
36	-0,013	10,765	1,622	8,083	-0,610	-1,299

Sumber: ICMD 1995-2004

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

3.6 RATA-RATA CAR PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MELAKUKAN PEMBAYARAN KAS DAN SAHAM

Bln	Rata-rata CAR - Pembayaran Kas	Rata-rata CAR - Pembayaran Saham
1	-0,006	0,002
2	-0,007	-0,165
3	-0,053	-0,105
4	-0,095	-0,339
5	-0,161	-0,434
6	-0,052	-0,332
7	-0,047	-0,309
8	-0,135	-0,270
9	-0,123	-0,070
10	-0,153	0,433
11	-0,191	0,629
12	-0,166	0,438
13	-0,202	0,395
14	-0,159	0,602
15	-0,161	0,498
16	-0,061	0,350
17	-0,165	0,576
18	-0,184	0,677
19	-0,102	0,670
20	-0,046	0,665
21	0,067	0,693
22	0,126	0,718
23	0,095	1,020
24	0,106	0,795
25	0,155	0,837
26	0,310	0,903
27	0,309	0,907
28	0,296	1,073
29	0,249	1,170
30	0,221	1,003
31	0,249	1,086
32	0,393	1,060
33	0,386	1,016
34	0,396	1,111
35	0,406	1,081
36	0,407	1,053

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 1995-2004

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

3.7 RATA-RATA CAR PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MELAKUKAN AKUISISI INTERNAL DAN AKUISISI EKSTERNAL

Bln	Rata-rata CAR - Akuisisi Internal	Rata-rata CAR - Akuisisi Eksternal
1	-0,003	-0,007
2	-0,001	-0,134
3	-0,034	-0,137
4	-0,090	-0,280
5	-0,178	-0,316
6	-0,020	-0,327
7	0,007	-0,364
8	-0,043	-0,456
9	-0,040	-0,287
10	-0,174	0,318
11	-0,161	0,321
12	-0,137	0,193
13	-0,160	0,121
14	-0,111	0,269
15	-0,141	0,262
16	-0,070	0,254
17	-0,127	0,270
18	-0,112	0,258
19	-0,082	0,403
20	-0,096	0,584
21	0,037	0,586
22	0,115	0,576
23	0,192	0,520
24	0,176	0,429
25	0,241	0,432
26	0,442	0,413
27	0,456	0,378
28	0,521	0,304
29	0,556	0,162
30	0,526	0,036
31	0,564	0,080
32	0,699	0,125
33	0,684	0,111
34	0,713	0,137
35	0,676	0,234
36	0,694	0,172

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 1995-2004

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

3.8 RATA-RATA CAR PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MELAKUKAN AKUISISI INTERNAL DENGAN PEMBAYARAN KAS DAN SAHAM

Bln	Rata-rata CAR - Internal Kas	Rata-rata CAR - Internal Saham
1	-0,009	0,019
2	0,019	-0,077
3	-0,021	-0,085
4	-0,049	-0,249
5	-0,127	-0,375
6	0,033	-0,227
7	0,040	-0,119
8	-0,032	-0,086
9	-0,039	-0,040
10	-0,142	-0,299
11	-0,198	-0,016
12	-0,141	-0,119
13	-0,167	-0,132
14	-0,107	-0,127
15	-0,135	-0,165
16	-0,025	-0,244
17	-0,139	-0,080
18	-0,138	-0,014
19	-0,065	-0,150
20	-0,070	-0,197
21	0,064	-0,064
22	0,160	-0,056
23	0,157	0,326
24	0,207	0,054
25	0,282	0,081
26	0,509	0,187
27	0,503	0,276
28	0,501	0,598
29	0,488	0,816
30	0,492	0,659
31	0,546	0,635
32	0,730	0,581
33	0,717	0,560
34	0,708	0,730
35	0,686	0,637
36	0,710	0,633

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 1995-2004

3.9 RATA-RATA CAR PERUSAHAAN AKUISITOR DAN PERUSAHAAN NON-AKUISITOR

Bln	Rata-rata CAR Prsh. Akuisitor	Rata-rata CAR Prsh. Non-Akuisitor
1	0,039	0,053
2	0,033	0,105
3	0,005	0,087
4	-0,063	0,054
5	-0,168	0,024
6	-0,094	-0,064
7	0,017	-0,054
8	-0,102	0,023
9	-0,064	0,016
10	-0,112	0,047
11	-0,134	0,298
12	-0,091	0,857
13	-0,100	0,919
14	0,011	0,914
15	-0,053	0,924
16	0,021	0,910
17	-0,041	0,916
18	-0,053	0,927
19	-0,079	0,976
20	-0,047	1,347
21	0,047	1,356
22	0,133	1,356
23	0,181	1,342
24	0,128	1,381
25	0,141	1,421
26	0,373	1,471
27	0,397	1,556
28	0,512	1,557
29	0,486	1,643
30	0,398	1,539
31	0,355	1,484
32	0,519	1,470
33	0,473	1,481
34	0,531	1,546
35	0,592	1,627
36	0,592	1,585

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 1995-2004

No	Neraca Tahun	PERUSAHAAN AKUISITOR	NET SALES (x Rp 1 juta)	PERUSAHAAN NON-AKUISITOR	NET SALES (x Rp 1 juta)
1	1994	Apac Citra Centertex Tbk PT (Mayatexdian)	70.737	Mayertex Indonesia	69.808
2	1994	Bayu Buana Tbk PT	206.614	Sona Topas	118.398
3	1994	Smart Tbk PT	524.001	Bakrie Sumatra Plantation	342.142
4	1995	Asahimas Flat Glass Company Ltd. Tbk PT	403.594	Argha Karya Prima Industri	247.822
5	1995	Budi Acid Jaya Tbk PT	148.597	Lautan Luas	208.638
6	1995	Darya Varia Laboratoria Tbk PT	136.317	Merck	51.525
7	1995	Enseval Putra Megatrading Tbk PT	572.586	Hero Supermarket	787.080
8	1995	Duta Pertiwi PT	474.878	Kawasan Industri Jababeka	348.934
9	1996	Bakrieland Development Tbk PT	20.954	Bukit Sentul	31.885
10	1996	Berlian Laju Tankers Tbk PT	67.959	Mitra Rajasa	53.158
11	1996	Cahaya Kalbar Tbk PT	100.110	Delta Jakarta	84.017
12	1996	Dankos Laboratories PT	115.386	Squib Indonesia	50.984
13	1996	Hotel Sahid Jaya International PT	78.886	Hotel Prapatan	56.069
14	1996	Igar Jaya PT	114.744	Langgeng Makmur Plast	85.857
15	1996	Indonesia Prima Property Tbk PT (Ometraco)	134.271	Jaya Real Properti	320.918
16	1996	Mulialand PT	555.369	Darmala Intiland	258.597
17	1996	Pakuwon Jati Tbk PT	229.455	Modernland Realty	134.791
18	1996	Surya Dumai Industri Tbk PT	339.408	Daya Sakti Unggul	214.504
19	1996	Tempo Scan Pacific PT	474.228	Bayer Indonesia	317.032
20	1996	Texmaco Perkasa Engineering Tbk PT	388.109	Komatsu Indonesia	529.638
21	1996	Tira Austenite PT	63.114	Jaya Pari Steel	63.332
22	1996	Unggul Indah Corporation PT	368.094	Tri Polyta Indonesia	720.410
23	1996	Jakarta International Hotel & Development Tbk PT	100.644	Plaza Indonesia	178.559
24	1997	Alumindo Light Metal Industry Tbk PT	314.261	Indal Aluminium Industri	172.978
25	1997	Astra Agro Lestari Tbk PT	458.981	PP London Sumatra 98	236.870
26	1997	Bhuwanatala Indah Permai Tbk PT	101.350	Panca Wiratama sakti	34.404
27	1997	Wahana Jaya Perkasa Tbk PT (Ugahari)	89.538	Trias Sentosa	206.572
28	1998	Pudjiadi & Sons Estates Limited PT	38.704	Lippo Land Development	36.628
29	1999	Bumi Resources Tbk PT	34.197	Ciratah Industri Marmer	167.629
30	1999	Dharma Samudera Fishing Ind. PT	161.480	Bahtera Adimina Samudra	81.206

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 1995-2004

DISERTASI Pengaruh Kepemilikan Saham ... Djoni Budiardjo

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

LAMPIRAN - 4

4. HASIL UJI STATISTIK MODEL 1

(CHI SQUARE TEST untuk Uji Model 1)

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

4. HASIL UJI STATISTIK MODEL 1

1. Pengaruh Kepemilikan Saham terhadap Metode Pembayaran Akuisisi

Crosstabs

Case Processing Summary

	Cases					
	Valid		Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
KAS_SHM * MAY_M	48	100.0%	0	.0%	48	100.0%

KAS_SHM * MAY_MIN Crosstabulation

			MAY_MIN		
			.00	Major own	Total
KAS_SHM	Pemb saham	Count	1	9	10
		Expected Count	1.5	8.5	10.0
		% of Total	2.1%	18.8%	20.8%
	Pemb kas	Count	6	32	38
		Expected Count	5.5	32.5	38.0
		% of Total	12.5%	66.7%	79.2%
Total		Count	7	41	48
		Expected Count	7.0	41.0	48.0
		% of Total	14.6%	85.4%	100.0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)
Pearson Chi-Square	.213[b]	1	.644		
Continuity Correction[a]	.000	1	1.000		
Likelihood Ratio	.230	1	.632		
Fisher's Exact Test				1.000	.546
Linear-by-Linear Association	.209	1	.648		
N of Valid Cases	48				

a. Computed only for a 2x2 table

b. 1 cells (25.0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 1.46.

2. Pengaruh Kepemilikan Saham Terhadap Jenis Akuisisi Internal dan Eksternal

Crosstabs

Case Processing Summary

	Cases					
	Valid		Missing		Total	
	N	Percent	N	Percent	N	Percent
INT_EKS * MAY_MI	48	100.0%	0	.0%	48	100.0%

INT_EKS * MAY_MIN Crosstabulation

			MAY_MIN		
			.00	Major own	Total
INT_EKS	Eksternal	Count	1	13	14
		Expected Count	2.0	12.0	14.0
		% of Total	2.1%	27.1%	29.2%
	1	Count	6	28	34
		Expected Count	5.0	29.0	34.0
		% of Total	12.5%	58.3%	70.8%
Total		Count	7	41	48
		Expected Count	7.0	41.0	48.0
		% of Total	14.6%	85.4%	100.0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)
Pearson Chi-Square	.878[b]	1	.349		
Continuity Correction[a]	.238	1	.626		
Likelihood Ratio	.987	1	.321		
Fisher's Exact Test				.656	.329
Linear-by-Linear Association	.860	1	.354		
N of Valid Cases	48				

a. Computed only for a 2x2 table

b. 2 cells (50.0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 2.04.

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

LAMPIRAN - 5

5. HASIL UJI STATISTIK MODEL 2

(ANALISIS REGRESI LOGISTIK)

5.1 PENGARUH FAKTOR FUNDAMENTAL TERHADAP METODE PEMBAYAR- AN AKUISISI

5.2 PENGARUH FAKTOR FUNDAMENTAL TERHADAP JENIS AKUISISI INTERNAL DAN EKSTERNAL

HASIL UJI STATISTIK MODEL-2
5.2 PENGARUH FAKTOR FUNDAMENTAL TERHADAP METODE PEMBAYARAN AKUISISI

Logistic Regression

Case Processing Summary

Unweighted Cases[a]		N	Percent
Selected Cases	Included in Analysis	48	100.0
	Missing Cases	0	.0
	Total	48	100.0
Unselected Cases		0	.0
Total		48	100.0

a. If weight is in effect, see classification table for the total number of cases.

Dependent Variable Encoding

Original Value	Internal Value
.00	0
1.00	1

Block 0: Beginning Block

Classification Table[a,b]

Observed			Predicted		
			KAS_SHM		Percentage Correct
			.00	1.00	
Step 0	KAS_SHM	.00	0	10	.0
		1.00	0	38	100.0
	Overall Percentage				79.2

a. Constant is included in the model.

b. The cut value is .500

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 0	Constant	1.335	.355	14.109	1	.000	3.800

Variables not in the Equation

			Score	df	Sig.
Step 0	Variables	LN_FCF	.268	1	.604
		LEV	.417	1	.519
		SUSG	.371	1	.542
		F_SIZE	11.152	1	.001
		MBV	2.232	1	.135
	Overall Statistics		15.545	5	.008

Block 1: Method = Enter

Omnibus Tests of Model Coefficients

		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	18.305	5	.003
	Block	18.305	5	.003
	Model	18.305	5	.003

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	30.822	.317	.495

Classification Table[a]

			Predicted		
			KAS_SHM		Percentage Correct
	Observed		.00	1.00	
Step 1	KAS_SHM	.00	4	6	40.0
		1.00	1	37	97.4
	Overall Percentage				85.4

a. The cut value is .500

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1[a]	LN_FCF	.024	1.463	.000	1	.987	1.024
	LEV	.412	.406	1.033	1	.309	1.510
	SUSG	-1.454	2.522	.332	1	.564	.234
	F_SIZE	-3.401	1.717	3.923	1	.048	.033
	MBV	1.133	.723	2.458	1	.117	3.104
	Constant	.080	22.141	.000	1	.997	1.084

a. Variable(s) entered on step 1: LN_FCF, LEV, SUSG, F_SIZE, MBV.

HASIL UJI STATISTIK MODEL-2
5.1 PENGARUH FAKTOR FUNDAMENTAL TERHADAP JENIS AKUISISI INTERNAL DAN EKSTERNAL

Logistic Regression

Case Processing Summary

Unweighted Cases[a]		N	Percent
Selected Cases	Included in Analysis	48	100.0
	Missing Cases	0	.0
	Total	48	100.0
Unselected Cases		0	.0
Total		48	100.0

a. If weight is in effect, see classification table for the total number of cases.

Dependent Variable Encoding

Original Value	Internal Value
.00	0
1.00	1

Block 0: Beginning Block

Classification Table[a,b]

Observed			Predicted		
			INT_EKS		Percentage Correct
			.00	1.00	
Step 0	INT_EKS	.00	0	14	.0
		1.00	0	34	100.0
	Overall Percentage				70.8

a. Constant is included in the model.

b. The cut value is .500

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 0	Constant	.887	.318	7.807	1	.005	2.429

Variables not in the Equation

			Score	df	Sig.
Step 0	Variables	LN_FCF	2.302	1	.129
		LEV	.225	1	.635
		SUSG	1.307	1	.253
		F_SIZE	2.727	1	.099
		MBV	.024	1	.876
	Overall Statistics		7.089	5	.214

Block 1: Method = Enter

Omnibus Tests of Model Coefficients

		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	6.837	5	.233
	Block	6.837	5	.233
	Model	6.837	5	.233

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	51.113	.133	.189

Classification Table[a]

			Predicted		
			INT_EKS		Percentage
	Observed		.00	1.00	Correct
Step 1	INT_EKS	.00	4	10	28.6
		1.00	0	34	100.0
	Overall Percentage				79.2

a. The cut value is .500

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1[a]	LN_FCF	.761	1.153	.436	1	.509	2.141
	LEV	.016	.233	.005	1	.944	1.016
	SUSG	1.180	1.141	1.069	1	.301	3.254
	F_SIZE	-.867	.584	2.204	1	.138	.420
	MBV	.031	.212	.021	1	.885	1.031
	Constant	-10.257	17.349	.350	1	.554	.000

a. Variable(s) entered on step 1: LN_FCF, LEV, SUSG, F_SIZE, MBV.

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

LAMPIRAN - 6

HASIL UJI STATISTIK MODEL 3

Uji Beda menggunakan: Independent Sample T Test

6.1 Uji Beda antara Rata-rata CAR Perusahaan Akuisitor Yang Melakukan Pembayaran Kas dan Saham

6.2 Uji Beda antara Rata-rata CAR Perusahaan Akuisitor Yang Memilih Jenis Akuisisi Internal dan Akuisisi Eksternal

6.3 Uji Beda antara Rata-rata CAR Perusahaan Akuisitor Yang Melakukan Akuisisi Internal dengan Pembayaran Kas dan Saham

6.4 Uji Beda antara Rata-rata CAR Perusahaan –perusahaan Akuisitor dan Perusahaan-perusahaan Lain dalam Industri Sama yang Tidak melakukan Akuisisi

6.1 UJI BEDA ANTARA RATA-RATA CAR PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MELAKUKAN AKUISISI DENGAN PEMBAYARAN KAS DAN SAHAM

T-Test

Group Statistics

	group kas vs shm	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
car byr kas vs shm	kas	36	5.28E-02	.20975	3.50E-02
	shm	36	.53992	.50301	8.38E-02

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
									95% Confidence Interval of the Difference	
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	Lower	Upper
car byr kas vs shm	Equal variances assumed	22.441	.000	-5.362	70	.000	-.48708	9.0832E-02	-.66824	-.30592
	Equal variances not assumed			-5.362	46.814	.000	-.48708	9.0832E-02	-.66983	-.30433

DISERTASI Pengaruh Kepemilikan Saham ... Djoni Budiardjo
IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

DISERTASI Pengaruh Kepemilikan Saham ... Djoni Budiardjo

6.2 UJI BEDA ANTARA CAR PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MELAKUKAN AKUISISI INTERNAL DAN AKUISISI EKSTERNAL

T-Test

Group Statistics

	group int vs eks	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
car aks int vs eks	intern	36	.15331	.31639	5.27E-02
	ekster	36	.15667	.28550	4.76E-02

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
									95% Confidence Interval of the Difference	
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	Lower	Upper
car aks int vs eks	Equal variances assumed	1.971	.165	-.047	70	.962	-3.361E-03	7.1027E-02	-.14502	.13830
	Equal variances not assumed			-.047	69.274	.962	-3.361E-03	7.1027E-02	-.14505	.13832

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

6.3 UJI BEDA ANTARA CAR PERUSAHAAN AKUISITOR YANG MELAKUKAN AKUISISI INTERNAL DENGAN PEMBAYARAN KAS DAN SAHAM EKSTERNAL

T-Test

Group Statistics

	group int kas vs shm	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
car int kas vs shm	int kas	36	.16524	.31472	5.25E-02
	int shm	36	.10753	.34861	5.81E-02

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
									95% Confidence Interval of the Difference	
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	Lower	Upper
car int kas vs shm	Equal variances assumed	.368	.546	.737	70	.463	5.7708E-02	7.8275E-02	-9.8E-02	.21382
	Equal variances not assumed			.737	69.281	.463	5.7708E-02	7.8275E-02	-9.8E-02	.21385

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

6.4 UJI BEDA ANTARA CAR PERUSAHAAN AKUISITOR DAN PERUSAHAAN YANG TIDAK MELAKUKAN AKUISISI DALAM INDUSTRI YANG SAMA

T-Test

Group Statistics

	group aks vs non aks	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
car aks vs non aks	akuistr	36	.13283	.24672	4.11E-02
	nonakst	36	.91928	.62908	.10485

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
									95% Confidence Interval of the Difference	
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	Lower	Upper
car aks vs non aks	Equal variances assumed	31.623	.000	-6.983	70	.000	-.78645	.11262	-1.01107	-.56183
	Equal variances not assumed			-6.983	45.518	.000	-.78645	.11262	-1.01321	-.55969

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

LAMPIRAN - 7

7. MAPPING PENELITIAN TERDAHULU DAN PENELITIAN DISERTASI

7. Mapping Penelitian Terdahulu dan Penelitian Disertasi

Peneliti	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
Amihud, Lev dan Travlos (1990)	*Corporate Control Contest and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisition*	Tingkat kepemilikan saham manajemen yang rendah akan berkorelasi negatif dengan kemungkinan pembiayaan akuisisi dengan saham, dan manajemen perusahaan akuisitor yang menilai tinggi terhadap control perusahaan lebih menyukai membayar kas dalam transaksi akuisisi, supaya terhindar dari *control dilution.*
Martin (1996)	*Method of Payment in Corporate acquisition, Investment Opportunities and Management Ownership*	Semakin tinggi kesempatan pertumbuhan perusahaan akuisitor, cenderung menggunakan saham untuk membiayai akuisisi yang dilakukannya. Selain itu, kemungkinan pembiayaan dengan saham meningkat dengan lebih tingginya harga pasar saham perusahaan akuisitor sebelum akuisisi dan tingginya return sahamnya.
Ghosh dan Ruland (1998)	*Managerial ownership, method of payment for acquisition and Executive Job retention*	Ada hubungan positif dan signifikan antara *managerial ownership* perusahaan target dan kemungkinan akuisisi menggunakan pembayaran dengan saham. Selain itu, bahwa para manajer perusahaan cenderung mempertahankan pekerjaan mereka di perusahaan yang bergabung, jika mereka menerima saham dibandingkan menerima *cash.*
Yook, Partha dan McCabe (1999)	*Information asymmetry, Management Control, and Method of Payment in Acquisition*	*Insider ownership dan insider trading* ada hubungan signifikan dengan metode pembayaran dalam akuisisi. Artinya, terdapat informasi asimetris dalam pasar *takeover* dan itu mempengaruhi keputusan metode pembayaran dalam akuisisi
Travlos (1987),	*Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firm 'Stock*	Bahwa rata-rata perusahaan akuisitor mengalami negatif excess *return* saat pengumuman *stock financed acquisition* dan mengalami *normal return* saat pengumuman *cash financed acquistion,* dan ini selaras dengan signaling hypothesis bahwa akuisisi dengan pertukaran saham membawa informasi negatif yang artinya akuisitor sahamnya *overvalued.*
Loughran dan Vijh, (1997)	*Do Long-Term Shareholders Benefit Form Corporate Acquisitions?*	Bagi pemegang saham perusahaan akuisitor, akuisisi meningkatkan sedikit pendapatan sahamnya, sedangkan sebagian lagi menyatakan tidak ada peningkatan sama sekali. bahkan cenderung memberikan pendapatan yang negatif. Bagi pemegang saham perusahaan target, umumnya mengalami peningkatan pendapatan

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

Agrawal, Jaffe dan Mandelker (1992)	*Tender offer, merger* dan *abnormal return*	Bahwa *tender offer* diikuti oleh *abnormal return* yang tidak signifikan, sedangkan merger diikuti oleh *abnormal return* signifikan -10% selama 5 tahun setelah hari efektif.
Walter and Walker (1996)	*An Empircal Analysis of the Choice of Payment Method in Corporate Acquisitions During 1980 to 1990*	Pembiayaan akuisisi dengan kas menurun jika *free cash flow* menurun, atau jika *leverage* meningkat, sedangkan *market to book value* hubungannya negatif terhadap pembiayaan dengan kas. *Hostile take over* cenderung menggunakan pembayaran kas, dan meningkatnya *insider controls* akan meningkatkan kecenderungan pembayaran akuisisi dengan kas.
Heron dan Lie (2002)	*Operating Performance and Method of Payment in Takeovers*	Sebelum akuisisi, akuisitor umumnya menunjukkan tingkat kinerja operasi lebih baik dibanding rata-rata industri. Setelah akuisisi, akuisitor masih terus menunjukkan kinerja lebih bagus dari rata-rata industri dan mengalami tingkat kinerja operasi yang lebih tinggi secara signifikan dibanding *controls firm* dengan kinerja operasi *pre-event* yang sama. Tidak ada bukti bahwa metode pembayaran (cash atau menggunakan saham) bisa memberikan informasi tentang kinerja operasi akuisitor dimasa yang akan datang.
Sushka dan Yvette Bendect, (1987)	*External merger, Internal Merger dan Emergency Merger pada Bank merger* dan *stockholder wealth*	Akuisisi bank dengan cara *external merger* menghasilkan *negative return*, akan tetapi dengan cara *internal merger* menghasilkan *normal return*, sedangkan dengan cara *emergency merger* menghasilkan *positive return.*
Rau and Vermaelen (1998)	*Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms*	Setelah merger perusahaan dengan *market to book* value tinggi, mempunyai kinerja pasca merger yang negatif. Sebaliknya, mereka menemukan bahwa *growth firms*, dengan *market to book value* rendah secara signifikan menunjukkan kinerja pasca merger yang positif.
Mitchel and Stafford (2000)	*Managerial Decisions and Long-term Stock Price Performance*	Kinerja jangka panjang perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi menggunakan pembayaran kas menunjukkan *3 years- value weighted abnormal return* positif sebesar 3,6%, sedangkan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan saham menunjukkan *3 years-value weighted abnormal return* negatif sebesar - 4,3%, dimana perbedaan tersebut secara statistik signifikan.

Agrawal, Jaffe dan Mandelker (1992)	*Tender offer, merger* dan *abnormal return*	Bahwa *tender offer* diikuti oleh *abnormal return* yang tidak signifikan, sedangkan merger diikuti oleh *abnormal return* signifikan -10% selama 5 tahun setelah hari efektif.
Walter and Walker (1996)	*An Empircal Analysis of the Choice of Payment Method in Corporate Acquisitions During 1980 to 1990*	Pembiayaan akuisisi dengan kas menurun jika *free cash flow* menurun, atau jika *leverage* meningkat, sedangkan *market to book value* hubungannya negatif terhadap pembiayaan dengan kas. *Hostile take over* cenderung menggunakan pembayaran kas, dan meningkatnya *insider controls* akan meningkatkan kecenderungan pembayaran akuisisi dengan kas.
Heron dan Lie (2002)	*Operating Performance and Method of Payment in Takeovers*	Sebelum akuisisi, akuisitor umumnya menunjukkan tingkat kinerja operasi lebih baik dibanding rata-rata industri. Setelah akuisisi, akuisitor masih terus menunjukkan kinerja lebih bagus dari rata-rata industri dan mengalami tingkat kinerja operasi yang lebih tinggi secara signifikan dibanding *controls firm* dengan kinerja operasi *pre-event* yang sama. Tidak ada bukti bahwa metode pembayaran (cash atau menggunakan saham) bisa memberikan informasi tentang kinerja operasi akuisitor dimasa yang akan datang.
Sushka dan Yvette Bendect, (1987)	*External merger, Internal Merger dan Emergency Merger pada Bank merger* dan *stockholder wealth*	Akuisisi bank dengan cara *external merger* menghasilkan *negative return*, akan tetapi dengan cara *internal merger* menghasilkan *normal return*, sedangkan dengan cara *emergency merger* menghasilkan *positive return.*
Rau and Vermaelen (1998)	*Glamour, Value and the Post-Acquisition Performance of Acquiring Firms*	Setelah merger perusahaan dengan *market to book* value tinggi, mempunyai kinerja pasca merger yang negatif. Sebaliknya, mereka menemukan bahwa *growth firms*, dengan *market to book value* rendah secara signifikan menunjukkan kinerja pasca merger yang positif.
Mitchel and Stafford (2000)	*Managerial Decisions and Long-term Stock Price Performance*	Kinerja jangka panjang perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi menggunakan pembayaran kas menunjukkan *3 years- value weighted abnormal return* positif sebesar 3,6%, sedangkan perusahaan akuisitor yang melakukan akuisisi dengan saham menunjukkan *3 years-value weighted abnormal return* negatif sebesar - 4,3%, dimana perbedaan tersebut secara statistik signifikan.

IR-PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

Shleifer and Vishny (2003)	*Stock Market Driven Acquisitions*	Kas digunakan jika saham perusahaan akuisitor *undervalued*, sedangkan saham digunakan jika saham akuisitor *overvalued* dan kinerja harga saham jangka panjang yang mengikuti pembiayaan akuisisi menggunakan kas akan positif, sedangkan yang mengikuti pembiayaan akuisisi menggunakan saham, akan negatif.
Budiardjo (2006)	Pengaruh Kepemilikan Saham Manajemen dan Faktor Fundamental Perusahaan Akuisitor Terhadap Metode Pembayaran Akuisisi dan Jenis Akuisisi Serta Kinerja Saham Jangka Panjang Perusahaan Akuisitor Pasca Akuisisi	Kepemilikan saham manajemen tidak mempengaruhi metode pembayaran akuisisi maupun jenis akuisisi internal dan eksternal. Kenaikan *relative firm size* secara parsial dan *non linear* mempengaruhi penurunan probabilitas pembayaran akuisisi dengan kas. Kinerja saham jangka panjang pasca akuisisi yang diukur dengan rata-rata *CAR* antara perusahaan akuisitor yang membayar dengan saham secara signifikan lebih besar dibanding yang membayar dengan kas, sedangkan untuk perusahaan-perusahaan akuisitor secara signifikan lebih kecil dibanding perusahaan dalam industri sama yang tidak melakukan akuisisi. Sementara itu rata-rata *CAR* antara perusahaan akuisitor yang memilih jenis akuisisi internal tidak berbeda dengan yang memilih akuisisi eksternal, dan juga yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran kas tidak berbeda dengan yang melakukan akuisisi internal dengan pembayaran saham.